



Instituto Superior de Gestão

CAPITAL DE RISCO – ANÁLISE DO IMPACTO DA PARTICIPAÇÃO DO
CAPITAL DE RISCO NAS EMPRESAS PORTUGUESAS

Autora:

Maria Ana Vilar da Silva Pucariço

Dissertação submetida como requisito para obtenção do grau de Mestre em
Gestão Financeira

Orientadora:

Professora Doutora Helena Santos Curto

Lisboa

2015

Resumo

No presente estudo investigativo pretende-se analisar o impacto que o investimento em Capital de Risco tem nas empresas portuguesas.

Numa perspetiva qualitativa, são analisados os custos e benefícios do Capital de Risco e o seu impacto nas empresas portuguesas. Adicionalmente é importante compreender o comportamento dos investidores com as empresas, o que leva ao sucesso e as suas políticas de investimento.

Na avaliação destes objetivos, procedeu-se a uma contextualização deste tipo de financiamento.

Em termos de metodologia foi elaborado um modelo de análise que permitisse testar a problemática em estudo, bem como preparado um questionário que permitisse recolher a informação necessária à investigação.

Os resultados obtidos permitem concluir que um dos principais benefícios do Capital de Risco é o reconhecimento de novas oportunidades para as empresas. De acordo com os dados, os custos do Capital de Risco advêm, principalmente, da relação entre o empreendedor e o capitalista de risco.

O presente estudo evidencia que o Capital de Risco pode ser decisivo para a existência de algumas empresas. A investigação também revela que este instrumento é uma boa opção de financiamento para as empresas portuguesas, principalmente atendendo à atual conjuntura económica.

Ainda que tenham sido obtidos resultados importantes para a gestão empresarial, de notar que a reduzida dimensão da amostra recomenda a sua confirmação em pesquisas futuras, com amostras de maior dimensão.

Palavras-chave: Capital de Risco, Inovação, Atratividade, Sucesso, Impacto.

Abstract

This research project aims to analyze the impact of Venture Capital investments in Portuguese companies.

With a qualitative perspective in mind, we start by building a cost-benefit analysis of Venture Capital and its organizational implications, based on a theoretical contextualization of this particular financial instrument. Additionally it is important to understand the behaviour of investors with the companies, which leads to success and their investment policies.

Methodology-wise, data collection was questionnaire-based and for the data analysis section of the study a specific model was created to allow for the correct interpretation of the collected data.

The benefit of discovering new business opportunities for the studied companies was then uncovered as one of our primary results. Also, and according to our data, the costs associated with Venture Capital are mainly associated with the relationship between the entrepreneur and the venture capitalist.

The present study shows that Venture Capital can be pivotal to the survival of some of these companies. This research also reveals that this financial structure is particularly valid in Portugal's current economical climate.

These results expose important practical business management implications but it is also important that the size of the sample is acknowledged as one of this study's potential limitations, opening the door for future research.

Key words: Venture Capital, Innovation, Attractiveness, Success, Impact.

Agradecimentos

A presente dissertação foi desenvolvida no âmbito da obtenção do grau de mestre em Gestão Financeira. A realização desta investigação contou com os apoios que contribuíram, direta ou indiretamente, para que a mesma fosse possível de acontecer. Aos quais quero expressar os meus sinceros agradecimentos.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à Professora Doutora Helena Santos Curto, na qualidade de orientadora deste trabalho, pelo tempo que generosamente dedicou, pelas correções, pelas sugestões, pelos conselhos e pelos seus valiosos contributos.

Manifesto, igualmente, os meus agradecimentos, ao João Pedro, o meu noivo, pelo apoio incondicional, pela ajuda, pelos conselhos, pelo incentivo e sobretudo, pela sua compreensão.

À minha família e amigos, por todo o afeto, compreensão e apoio, demonstrados durante esta difícil, mas estimulante etapa da minha vida.

Tabela de Abreviaturas

APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

DL – Decreto-Lei

ECVCA – Associação Europeia de Capital de Risco e Desenvolvimento

FCR – Fundos de Capital de Risco

FIRIE – Fundos de Investimento de Reestruturação e Internacionalização Empresarial

FRIE – Fundos de Reestruturação e Internacionalização Empresarial

IAPMEI - Agência para a Competitividade e Inovação, I.P

ICR – Investidores de Capital de Risco

MBO – *Management Buy Out*

PME – Pequena e Média Empresa

SPSS – *Statistical Package for Social Sciences*

SFE – Sociedade de Fomento Empresarial

SRC – Sociedade de Capital de Risco

Índice

Tabela de Abreviaturas	V
Índice de Figuras	VIII
Índice de Quadros	IX
1. Introdução	1
1.1. Temática.....	1
1.2. Descrição do Problema.....	3
1.3. Objetivos	4
1.4. Estrutura da Dissertação	5
2. Revisão da Literatura e Modelo Teórico.....	7
2.1. Revisão da literatura	7
2.1.1 Modalidades de entrada e de saída de Capital de Risco.....	9
2.1.2 Evolução do Capital de Risco em Portugal	12
2.1.3 Enquadramento Regulamentar: O papel da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	14
2.1.4 Regime Fiscal do Capital de Risco	14
2.1.5. Últimos desenvolvimentos do Capital de Risco em Portugal	16
2.2. Modelo Teórico de análise.....	24
2.2.1. Variáveis relativas ao Capital de Risco	24
2.2.2. Primeira hipótese	25
2.2.3. Segunda, terceira e quarta hipóteses.....	26
2.2.4. Quinta hipótese.....	27
2.2.5. Modelo de Análise	29
3. Métodos.....	30
3.1. Procedimento e desenho da investigação	30
3.2. Amostra, população e participantes	31
3.3. Medidas e instrumentos de recolha de dados e variáveis	33
3.4. Procedimentos de análise de dados	34
4. Análise dos dados obtidos e discussão	36
4.1. Exploração dos dados	36
4.1.1. Experiência das empresas sobre o Capital de Risco	45
4.1.2. Aspetos jurídicos.....	57
4.2. Estatística descritiva e correlações	60
4.2.1. Caracterização estatística das variáveis	61

4.2.2. Correlação entre as variáveis.....	62
4.3. Teste das Hipóteses – Análise de regressão	65
4.3.1. Regressão do grau de atratividade	65
4.3.2. Regressão do grau de sucesso na concretização do projeto	68
4.3.3. Regressão do grau de percentagem	70
4.3.4. Regressão do grau temporal da detenção de capital por parte do capitalista	71
4.3.5. Regressão do grau de relação empreendedor-investidor.....	73
4.4. Resumo da análise dos resultados da estimação das Regressões.....	74
5. Conclusões	76
5.1 Discussão e implicações para a teoria	76
5.2. Implicações para a gestão	78
5.3. Limitações e Futuras Investigações	79
Referências Bibliográficas	80
Webgrafia	84
Anexos.....	i
Anexo A – Questionário	i
Anexo B – Email enviado às empresas	xi
Anexo C	xiii
Dados SPSS: Valores regressão entre variáveis e coeficientes de correlação	

Índice de Figuras

Figura 1 – Investimento em Capital de Risco	17
Figura 2 – Investimento em Capital de Risco	18
Figura 3 – Repartição do Investimento por Sector	18
Figura 4 – Sectores mais relevantes.....	19
Figura 5 – Fundos Sindicatos e Não Sindicatos.....	20
Figura 6 – Levantamento de Fundos	20
Figura 7 – Levantamento de Fundos	21
Figura 8 - Desinvestimento	21
Figura 9 - Desinvestimento	22
Figura 10 - Referências por tipo de saída	22
Figura 11 - Desinvestimento por Sectores	23
Figura 12 – Resumo das Hipóteses	29
Figura 13 – Distribuição das empresas da amostra real por sectores de atividade, segundo a classificação portuguesa de Atividades Económicas (CAE)	37
Figura 14 – Estádios de desenvolvimento das empresas de Capital de Risco	42
Figura 15 – Grau de inovação tecnológica das empresas de Capital de Risco	43
Figura 16 – Percentagens de capital detidas pelas empresas	45
Figura 17 – A ingerência do capitalista de risco na gestão e sua importância.....	47
Figura 18 – Custos resultantes da relação empreendedor-capitalista de risco.....	49
Figura 19 – Benefícios resultantes da relação empreendedor-capitalista de risco	49
Figura 20 – Considerações acerca da participação no risco por parte da entidade financiadora	50
Figura 21 – Grau de atratividade do Capital de Risco	52
Figura 22 – Opinião das empresas sobre o limite temporal de 10 anos	58
Figura 23 – Opinião das empresas sobre a percentagem da detenção da participação pelo capitalista de risco.....	59
Figura 24 – Situação das empresas inquiridas sem investimento em Capital de Risco	59

Índice de Quadros

Quadro 1 – Número de respostas obtidas.....	36
Quadro 2 – Distribuição das empresas da amostra real por distritos	38
Quadro 3 – Distribuição das empresas da amostra real por número de pessoas empregues.....	39
Quadro 4 – Distribuição das empresas da amostra real por volume de negócios	40
Quadro 5 – Escala do grau de inovação tecnológica e seu significado	43
Quadro 6 – Fases de desenvolvimento aquando do investimento em Capital de Risco	44
Quadro 7 – Escala do grau de importância na ingerência da gestão da empresa por parte do capitalista de risco e sua importância	46
Quadro 8 – A ingerência do capitalista de risco na gestão e sua importância	46
Quadro 9 – Relação empreendedor-investidor de Capital de Risco	47
Quadro 10 – Considerações sobre a participação do capitalista de risco nas perdas, nos ganhos e nos negócios	51
Quadro 11 – Escala do grau de atratividade e seu significado.....	51
Quadro 12 – Grau de atratividade do Capital de Risco	52
Quadro 13 – Aspectos relativos ao Capital de Risco e sua atratividade	54
Quadro 14 – Escala de concordância e seu significado	55
Quadro 15 – Opiniões relativas a aspetos conexos com o Capital de Risco	55
Quadro 16 – Caracterização estatística das variáveis dependentes e independentes	61
Quadro 17 – Matriz de correlações	63
Quadro 18 – Diagnóstico da presença de multicolinearidade.....	64
Quadro 19 – Resultados da estimação com a variável dependente: grau de atratividade do Capital de Risco enquanto fonte de financiamento	67
Quadro 20 – Resultados da estimação com a variável dependente: grau de sucesso na concretização do projeto financiado através do Capital de Risco.....	69
Quadro 21 – Resultados da estimação com a variável dependente percentagem de Capital de Risco investido na empresa empreendedora	71
Quadro 22 – Resultados da estimação com a variável dependente tempo de detenção de capital por parte do capitalista de risco	72
Quadro 23 – Resultados da estimação com a variável dependente relação entre o empreendedor e o capitalista de risco	73
Quadro 24 – Resumo da análise dos resultados da estimação das regressões.....	74

1. Introdução

1.1. Temática

Na atualidade da indústria de Capital de Risco, são muitos os fatores que têm sido debatidos relativamente às causas da recente evolução desta atividade no nosso país, como por exemplo, o papel do Estado no seu desenvolvimento ou a apetência da iniciativa privada para investir neste sector.

Num quadro de crise económica, que nos dias de hoje assume uma relevância particular, o Capital de Risco ao traduzir uma modalidade de financiamento aplicável fundamentalmente a empresas com uma situação económica e financeira difícil, ou em início de atividade e com dificuldades de acesso a capital, está associado ao projeto de recuperação ou criação de empresas que necessitam de investidores.

Com o seu aparecimento nos Estados Unidos, após a Segunda Guerra Mundial, este instrumento financeiro encontra-se por todo o mundo, com maior intensidade nos países anglo-saxónicos. Em Portugal, o historial desta indústria soma apenas algumas décadas de atividade, chegando em 1986, mas não mostrando desde logo um dinamismo económico forte. Apenas nos últimos anos, os investidores têm procurado inverter esta situação de outrora.

Na Europa, foram criados mercados de capitais com o intuito de levar ao lançamento e expansão dos negócios e, em Portugal, tem-se assistido a um claro redireccionamento para operações, cuja natureza não implica a existência de um parceiro de negócios, sendo apenas necessário um negócio de carácter financeiro.

Torna-se assim, pertinente estudar, qual o impacto e influência do Capital de Risco ao nível das empresas que tiveram possibilidade de usufruir deste instrumento e retirar desta situação uma análise, de forma a construirmos as devidas conclusões para uma orientação no futuro desta atividade.

No relatório mais recente da *European Private Equity & Venture Capital Association* (ECVCA) é feita uma análise sobre a avaliação da indústria de Capital de Risco europeia durante 2012, onde se verificou que a captação de

recursos e os investimentos neste ano diminuíram. Esta redução deveu-se à menor atividade dos fundos de Capital de Risco de maior dimensão. Tal observou-se quer ao nível de *Venture Capital*, vocacionado para operações de lançamentos de empresas, quer ao nível do *Private Equity*, focado em operações de expansão e de aquisições empresariais.

O montante do Capital de Risco divide-se entre os Fundos de Capital de Risco (FCR) administrados por entidades gestoras e pelos fundos próprios das Sociedades de Capital de Risco (SCR). Os FCR são cada vez mais a forma dominante no sector, representando cerca de 85% dos fundos, segundo a informação contida na CMVM.

Vários estudos científicos, Ribeiro (2007), Berger e Udell (1998), Pinto (1997) e Gompers et al. (2008), defendem que o mercado do Capital de Risco não é apenas um método alternativo de financiamento, mas sim um método complementar. Na medida em que um mercado de capitais vigoroso é um pré requisito para a existência de uma indústria de Capital de Risco dinâmica. Deste modo, a relação inversa é também verdadeira: o Capital de Risco promove o desenvolvimento do mercado de capital, ao conduzir à capitalização bolsista das Pequenas e Médias Empresas (PMEs), que integram novos sectores e que se encontrem valorizadas pelas boas práticas que apliquem.

O objetivo das Sociedades de Capital de Risco, de acordo com o IAPMEI é a alienação, a médio/longo prazo, da participação por um preço compensador. Para que a alienação resulte numa mais-valia para a SCR é condição essencial a valorização da empresa participada.

Segundo Banha (2005), em Portugal, o tecido empresarial baseia-se em pequenas e médias empresas e em estruturas tipicamente familiares, sendo possível prever a verificação de um acréscimo significativo de operações de Capital de Risco, em especial relacionadas com operações de *Management Buy Out* (MBO). Estas operações de MBO consistem na aquisição da empresa (ou pelo menos do seu controlo), por parte dos seus atuais gestores ou administradores, tornando-se razoável o aumento destas operações nos próximos anos.

Deste modo o presente estudo tem como propósito avaliar o impacto que este tipo de financiamento tem nas empresas portuguesas e analisar, numa perspetiva qualitativa, os custos e os benefícios inerentes a este instrumento de financiamento. Para o efeito, desenvolvemos uma investigação empírica. Na concretização desta investigação e dos seus objetivos, utilizou-se o questionário como método de recolha de informação.

1.2. Descrição do Problema

Relativamente à *performance* e aos fundamentos acerca do Capital de Risco é possível verificar uma escassez de estudos sobre o assunto. No entanto, a crescente importância acerca deste instrumento tem aumentado a produção de trabalhos sobre o sector em Portugal. De maior destaque, encontra-se o “Relatório sobre a atividade de Capital de Risco em Portugal”, publicado pela Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (CMVM), Entidade Reguladora deste sector no nosso país. Também existe a Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento (APCRI), que publica periodicamente informação sobre a atividade dos seus associados. É possível verificar uma lacuna na quantidade de literatura sobre esta ferramenta, apesar de muitos autores ao longo dos anos se debruçarem sobre o sector. Aliás, o facto de se tratar de um negócio “privado” tem dificultado o seu estudo e acesso a informações privilegiadas.

Face à visível crescente importância deste negócio e à pouca informação de conhecimento acerca do mesmo, alguns autores têm tentado compreender o modo do comportamento dos investidores, os “*drivers*” do seu sucesso e as suas políticas de investimento.

Graças às análises realizadas por Ljungqvist e Richardson (2003), bem como de Cochrane (2001), uma importante noção foi traduzida. Foi possível verificar que o investimento em capital privado pode proporcionar uma maior rentabilidade face ao investimento em capital público (mercado de ações), atribuindo assim uma maior confiança ao sector. Contudo, e apesar da *performance* registada, ainda existem claras disparidades de rentabilidade

entre os diversos fundos, levantando questões entre os investigadores sobre o que diferencia os fundos e investimentos rentáveis dos ruinosos. Assim sendo, através deste estudo investigativo pretendemos realizar um estudo efetivo sobre o impacto (positivo e/ou negativo) dos investimentos de Capital de Risco em algumas empresas portuguesas.

1.3. Objetivos

O objetivo geral deste estudo centra-se em analisar o impacto que o valor investido pelos fundos de Capital de Risco tem na *performance* das empresas portuguesas que a ele recorrem.

Para tal, consideramos relevante entender o comportamento dos investidores, a forma como eles interagem com as empresas, o que os leva ao sucesso e as suas políticas de investimento. Deste modo, destacamos os seguintes objetivos específicos:

- Investigar de que modo o investimento em Capital de Risco contribui para as empresas mais novas e de menor dimensão, desenvolverem estratégias de inovação e diferenciação (viabilizando o desenvolvimento de novos produtos, segmentos e mercados), de crescimento e de internacionalização;
- Estudar como o recurso ao Capital de Risco melhora a competitividade e a produtividade de empresas com potencial valorização através do seu robustecimento financeiro, ou seja, avaliar a evolução da empresa desde a fase de desenvolvimento em que a empresa se encontrava aquando do investimento em Capital de Risco;
- Compreender a forma como a relação mais próxima e ativa entre investidor-empREENDEDOR pode trazer benefícios para a empresa;
- Averiguar se as empresas que recorrem a este instrumento consideram o projeto uma mais-valia e se o consideram atrativo.

- Compreender como estas empresas se considerariam existir sem o investimento em Capital de Risco.
- Na fase de desenvolvimento atual em que as empresas se encontram, avaliar se encaram o projeto de investimento um sucesso.
- Perceber se a imposição legal de tempo limite de detenção, se pode considerar um benefício, na medida em que controla o tempo da participação do capital investido na empresa.

1.4. Estrutura da Dissertação

Esta dissertação está organizada em cinco capítulos estruturantes.

Após a Introdução, o próximo capítulo – Revisão da Literatura e Modelo Teórico – Contextualiza o Capital de Risco, recorrendo aos seus conceitos essenciais, às definições e investigações existentes acerca deste. Será feita a sua Definição e Caracterização e uma abordagem à Génese do Capital de Risco.

Seguidamente serão apresentadas as tendências do mercado de Capital de Risco em Portugal através da evolução do Capital de Risco no nosso país. Seguidamente, de forma abreviada, enquadraremos a atividade no ordenamento jurídico português, referindo aspetos legais, sociedades de Capital de Risco, especificando a sua qualificação, forma jurídica, capital social e representação, de modo a compreender melhor como estas empresas são formadas. Serão referenciados os investidores em Capital de Risco (os *business angels*), os fundos de Capital de Risco com o seu registo, supervisão e regulamentação.

No capítulo terceiro serão abordados os métodos da investigação, os seus procedimentos e desenho da investigação, para realizar este estudo acerca da *performance* dos investimentos em Capital de Risco, bem como todo o

processo de análise construído. Apresentaremos igualmente a amostra que representa o nosso estudo, a população e seus participantes, as medidas e instrumentos de recolha de dados, as variáveis dependentes e independentes, e os procedimentos para a análise dos dados recolhidos através do questionário.

No capítulo número quatro, será feita a análise dos dados recebidos pelas empresas inquiridas e a discussão dos mesmos, através de estatística descritiva e correlações e teste das hipóteses com recurso ao programa de *software* estatístico *Statistical Package for Social Sciences* (SPSS) versão 21.

Por fim, serão apresentadas as principais conclusões a reter do estudo empírico realizado. Será feita uma discussão das implicações para a teoria e para a gestão, e ainda expostas as suas limitações encontradas e recomendações para futuras investigações.

2. Revisão da Literatura e Modelo Teórico

2.1. Revisão da literatura

De acordo com a Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento (APCRI), “o Capital de Risco pode ser definido como uma técnica, modalidade ou forma de investimento que se caracteriza pela existência de um investidor profissional, que investe em empresas com elevado potencial de valorização, através da aquisição de participações no capital social de empresas, geralmente minoritárias, e sobre valores mobiliários não cotados em mercados organizados, com a expectativa de obter dentro de um horizonte de curto ou médio prazo, mais-valias provenientes do seu investimento” (Guia Prático do Capital de Risco, pág.6).

Kaplan e Stomberg (2001), defendem que o investidor de Capital de Risco, torna-se sócio direto ou indireto da empresa, assumindo assim um interesse direto na sua valorização e crescimento. De tal modo, a relação entre a sociedade de Capital de Risco e a empresa participada vai além de um simples *apport* de fundos. Para além da diferenciação ao nível da remuneração face a várias fontes de financiamento, o investimento em Capital de Risco, potencia a sua participação, pois detém vantagem para as empresas apoiadas, ao proporcionar sinergias, beneficiar da sua experiência, acrescentar profissionalismo à gestão e colocar à sua disposição uma rede de contactos, em oposição ao que acontece com os outros financiadores, cuja relação tem, como única finalidade, assegurar a sua remuneração, sendo-lhes indiferente o acréscimo de riqueza criada para os acionistas.

Segundo Pinto (1997), a forma mais rápida de aumentar a disponibilidade de capital e de reduzir o seu custo é diminuindo os impostos sobre os ganhos de capital para este tipo de investimentos, destacando o estímulo ao desenvolvimento no mercado de capitais como um factor muito importante.

O Capital de Risco está direccionado para empresas jovens, *start-ups* e investimentos de risco com elevado potencial de rentabilização que indexa o

seu retorno ao sucesso do negócio, sendo que, nesta perspetiva, constitui uma alternativa interessante para capitalizar as PME's na fase de desenvolvimento inicial. Do mesmo modo, também se considera uma alternativa de financiamento direcionada para empresas com dificuldade em aceder a formas de financiamento tradicional, em especial para empresas em estádios primários da sua implementação. Acresce a incerteza, a assimetria de informação e o risco de falência. Igualmente empresas de capitais privados e de dimensão média são objeto de aplicação de Capital de Risco em resposta aos mais diversos objetivos, seja para financiar os planos de expansão ou para potenciar alterações nas estruturas financeiras ou de capital. Empresas cotadas em bolsa também emitem capital a ser adquirido por investidores institucionais, de modo a ultrapassar situações de potencial falência, para evitar custos de aumento público de capital ou para aumentar o financiamento em períodos de maior instabilidade nos mercados acionistas.

Florin (2004) considera como sendo um aspeto relevante do investimento do Capital de Risco, a credibilidade que a entrada do investidor transmite a uma empresa participada. Ao ser auxiliada por este instrumento, a empresa pressupõe que o investidor reconhece o seu potencial de valorização, conferindo um sinal de segurança no mercado. Para Hsu (2002) os empreendedores podem por vezes estar dispostos a aceitar propostas de menor potencial de valorização futura, quando se trata de investidores de Capital de Risco com elevada notoriedade.

Nos Estados Unidos da América, país berço do Capital de Risco, estão caracterizadas duas formas fundamentais de investimento neste instrumento, o *Private Equity* (investimento aplicado na aquisição de participações em empresas já existentes, independentemente da sua dimensão, com menor intervenção a nível da gestão e administração da empresa), e o *Venture Capital* (o investimento pequenas empresas, ou mesmo em projetos iniciais, nas quais o investidor acompanha a gestão empresarial). Embora exista divisão da nomenclatura nos EUA e na Europa, a expressão de Capital de Risco designa todos os sectores.

Segundo os estudos realizados pela Ernst & Young (2009) as empresas europeias detidas pelo Capital de Risco apresentam um crescimento real superior do seu valor de negócio, em comparação ao alcançado pelas empresas públicas no mesmo país e do mesmo sector. Através do investimento, da eficácia de mudanças fundamentais e do benefício dos incentivos compartilhados entre os investidores e os gestores, é possível a realização de melhorias de longo prazo no crescimento do lucro e no valor de negócio (Pozen, 2007; Acharya et al., 2008; Ernst & Young, 2009).

Vários autores defendem que o mercado do Capital de Risco, ao apoiar a criação e o desenvolvimento de empresas, reforça a inovação, o desenvolvimento regional, o crescimento económico e a criação de novas indústrias (Kortum e Lerner, 2000; von Burg e Kenney, 2000; Powell et al., 2002; Arthurs e Busenitz, 2006; Baeyens e Manigart, 2006).

2.1.1 Modalidades de entrada e de saída de Capital de Risco

2.1.1.1 Modalidades de entrada

A origem anglo-saxónica do capital de risco é visível nos termos empregues para descrever as modalidades de entrada ou formas de investimento.

Coyle (2000) coloca o investimento em Capital de Risco sob três categorias. A primeira diz respeito ao investimento por indústria ou por produto. O investimento considera-se de elevado risco quando estamos perante uma indústria de alta tecnologia e de baixo risco quando se refere, por exemplo, ao sector de retalho. A segunda categoria prende-se com o tamanho do investimento, podendo este ser pequeno ou grande, consoante se trata, por exemplo, de um *start-up* ou de uma grande empresa. Por fim, a terceira categoria refere-se aos investimentos realizados por estágio de desenvolvimento da empresa. Esta última é frequentemente caracterizada e utilizada no mercado de capital de risco. Assim, as modalidades de entrada de Capital de Risco mais comuns, e de acordo com as fases de desenvolvimento de uma empresa, são:

- *Seed Capital*: financiamento orientado para projetos empresariais em fase de projeto e desenvolvimento anterior à implementação do negócio, em particular para o apoio de estudos de mercado para determinar a viabilidade de um produto ou serviço. Como também para o desenvolvimento do produto a partir de projetos ou estudos;
- *Start Up*: investimento no capital de empresas já existentes ou em fase final de instalação, mas que ainda não iniciaram a comercialização dos produtos ou serviços. Na maioria das vezes, esta aplicação do investimento é realizado no *marketing* inicial ou no lançamento dos produtos, serviços ou conceitos desenvolvidos;
- *Other Early Stage*: financiamento dirigido a empresas recém instaladas que completaram a fase de desenvolvimento de produto e que podem até ter dado início à sua comercialização, mas que ainda não geraram lucros. Fundos aplicados são por norma destinados à melhoria dos processos de fabrico, à comercialização e ao *marketing*;
- *Management Buy-out*: investimento aplicado no apoio à aquisição do controlo da empresa pelos gestores ou pelos seus sócios minoritários;
- *Management Buy-in*: financiamento direcionado a apoiar a tomada da gestão de determinada empresa por uma equipa externa;
- *Expansão*: aplicação orientada para o desenvolvimento ou crescimento de empresas que, apesar de terem atingido a sua maturidade, não possuem liquidez para expandir o seu negócio, aumentar a produção ou reforçar a comercialização e a promoção dos seus produtos;
- *Buy-in Management Buy-out*: aplicação destinada a permitir o controlo da empresa pelos seus gestores ou pelos sócios minoritários, coadjuvados por uma equipa de gestores externa;
- *Institutional Buy-out*: investimento que visa à Sociedade de Capital de Risco ou ao investidor privado a tomada da gestão de determinada empresa;

- *Replacement Equity*: capital aplicado para a substituição dos sócios no capital;
- *Bridge Financing*: aplicação destinada a suportar a transição de uma empresa para a cotação em mercado;
- *Resgate/Turnaround*: destinado a empresas com uma situação financeira de pré- insolvência, cujo objectivo é o de implementar projetos de reestruturação económica e de recuperação financeira;
- *Public to Private*: modalidade de investimento de risco que visa adquirir a totalidade do capital de uma sociedade cotada em bolsa para a retirar desse mercado.

2.1.1.2 Modalidades de saída

Na fase da maturidade, a saída do investidor de Capital de Risco é o ponto essencial de toda a operação, pois é neste momento que se verifica se o seu investimento beneficiou ou não a empresa e se esta se valorizou o suficiente para atingir a rentabilidade mínima desejada.

Santos (2003) conclui que o elemento crítico na indústria de Capital de Risco é o processo de saída. A saída permite reciclar os recursos da economia, garante a existência de meios para as novas aplicações do Capital de Risco, mede o sucesso das aplicações efetuadas e expõe as taxas de rentabilidade obtidas por forma a atrair novos investidores e evidencia os bons gestores.

A saída por parte do investidor de Capital de Risco, recorrendo à terminologia utilizada no sector e na literatura relacionada com o tema e utilizada pela Associação Europeia de Capital de Risco e Desenvolvimento (ECVCA), pode surgir das seguintes formas:

- *Trade sale*: Forma de desinvestimento através da venda da participação a uma outra empresa, normalmente um comprador estratégico (empresa concorrente, do mesmo sector ou similar, um fornecedor ou um cliente que

deseje incorporar no seu negócio o produto ou a tecnologia da empresa em questão);

- Oferta Pública: Saída através da abertura do capital da empresa no mercado bolsista;

- Venda aos antigos titulares: venda da participação detida pelo investidor de risco aos seus antigos titulares. Esta venda pode ser feita de forma espontânea ou estar já pré-negociada logo no momento do investimento;

- Venda a uma instituição financeira;

- *Write-off* : quando é declarada a perda total do investimento;

- Pagamento do empréstimo: quando a saída do investidor de Capital de Risco ocorre através do reembolso de empréstimos feitos por si à empresa.

2.1.2 Evolução do Capital de Risco em Portugal

Em Portugal, a atividade de Capital de Risco encontra-se regulamentada por lei e está sujeita à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). A mais recente legislação (Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro) vai no sentido de flexibilizar, simplificar e promover o incremento da atividade de Capital de Risco enquanto instrumento de apoio ao arranque, à reestruturação e à expansão empresarial, nomeadamente em áreas de base científica e tecnológica, seja pelo fomento da constituição de novas empresas de cariz inovador e produtivo, seja pelo reforço ou transmissão do capital das empresas já existentes, tendo em vista o seu crescimento e consolidação.

Segundo dados da (Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento) APCRI, em 2010, os investimentos em capital de risco foram realizados maioritariamente em *buyout* (56%), seguido pelas fases de crescimento (39%) e capital de substituição (5%). Em 2009, a fase de *start-up* representava 10,32% dos investimentos e a fase de *seed capital* representava 0,03%. Em 2010, estas fases também absorveram apenas uma parte diminuta do total dos investimentos realizados em capital de risco. Tanto em Portugal,

como na Europa, a fase de *seed capital* apresenta, frequentemente, menor volume de investimentos. Na base deste resultado está o facto de esta ser uma fase muito prematura e em que o risco é extremamente elevado, não havendo informação acerca do *cash-flow*, do volume de vendas, da rentabilidade, entre outros. Segundo Faria (2010), este facto pode ter origem na atual crise, que terá levado as empresas, que se encontram em dificuldades, a recorrer ao capital de risco enquanto “agente especializado na reestruturação de empresas que possam ver posta em causa a sua viabilidade”.

Em Portugal, apenas duas figuras são legalmente reconhecidas como gestoras da atividade de Capital de Risco: os Investidores de Capital de Risco (Business Angels) e as Sociedades de Capital de Risco (SCR). De igual forma, para além dos Fundos de Capital de Risco, também é possível ter a forma de, por exemplo, Sociedades de Investimento ou Sociedades Gestoras de Participações Sociais, que desenvolvem atividade de investimento de risco.

Assim, a par das Sociedades de Capital de Risco (SCR), de acordo com a *Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento*, existem ainda os instrumentos de investimento colectivo: os Fundos de Capital de Risco (FCR) e os Fundos de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (FRIE).

As SCR têm como objeto o apoio e promoção do investimento e da inovação tecnológica em projetos empresariais ou empresas já existentes, através da participação temporária no respetivo capital social.

Por sua vez, os FCR são uma modalidade de fundos de investimento mobiliário. O seu património deverá ser composto por quotas de capital, ações e obrigações, não cotadas em mercado de bolsas. São fundos fechados, devendo o capital a investir ser obrigatoriamente fixado no momento da sua constituição.

Por último, o objeto principal do FRIE é a aquisição de participações em empresas que pretendam desenvolver processos de reestruturação.

2.1.3 Enquadramento Regulamentar: O papel da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Nos termos do regime jurídico do Capital de Risco (artigo 4.º n.º 2 alínea a), do Decreto-Lei n.º 319/2002 (foi revogado pelo DL 375/2007), alterado pelo Decreto-Lei n.º 151/2004, de 29 de Junho), a CMVM dispõe de competências para regulamentar a determinação do valor das participações que integram o património dos fundos de Capital de Risco (FCR), bem como o envio de informação pelos FCR e sociedades de Capital de Risco (SCR) à CMVM, Associação Portuguesa de Capital de Risco (2014).

2.1.4 Regime Fiscal do Capital de Risco

O Capital de Risco tem vindo a marcar o seu lugar no mercado português, enquanto importante fonte de financiamento, sendo essencial não só para o desenvolvimento e crescimento das PME, mas também para a estabilidade do tecido empresarial.

Segundo a Associação Portuguesa do Capital de Risco (2014), atualmente, todas as Sociedades de Capital de Risco estão sujeitas ao regime geral do IRC, o que nem sempre ocorreu.

Quando as formas legais de investimento em Capital de Risco foram introduzidas em Portugal, um dos mecanismos utilizados para o seu incentivo foi a concessão de benefícios fiscais. Desde logo, quaisquer rendimentos ou mais-valias realizadas pelas Sociedades de Capital de Risco constituídas até 31 de Dezembro de 1988 estariam totalmente isentos de qualquer imposto, durante o ano da sua constituição e durante os sete anos seguintes.

O regime jurídico do investimento em Capital de Risco foi delineado através da criação e regulamentação de entidades vocacionadas para o desenvolvimento e o fomento desta atividade. Assim, em 1986, fruto do Decreto-lei n.º 17/86, de 5 de Fevereiro, nasceram as Sociedades de Capital de Risco. Posteriormente, surgiram outras entidades, tais como as Sociedades de Fomento Empresarial (SFE) (Decreto-lei n.º 248/88, de 15 de Julho) que possuíam características próximas às das SCR, embora estivessem especificamente vocacionadas para apoiar os jovens empresários. O Decreto-lei n.º 433/91, de 7 de Novembro veio

fundir os regimes jurídicos das SCR e das SFE, revogando os respetivos diplomas. Em 1991, através do Decreto-lei n.º 187/91, de 17 de Maio, foram criados os Fundos de Investimento de Capital de Risco. No ano seguinte, com o Decreto-lei nº 214/92, de 13 de Outubro, surgiram os Fundos de Investimento de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (FIRIE), que se distinguiram dos FCR pelo seu objeto e natureza. Estes últimos dois diplomas foram, também, revogados, ficando os regimes jurídicos dos Fundos de Investimento de Capital de Risco e dos FIRIE regulados num único diploma, o Decreto-lei n.º 58/99 de 2 de Março.

Atualmente, o exercício da atividade de investimento em capital de risco encontra-se regulado pelo Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro, que revogou o anterior Decreto-Lei 319/2002 de 28 de Dezembro. O novo regime jurídico, veio flexibilizar, simplificar e promover o incremento desta atividade.

O presente diploma legal estabelece, logo no seu artigo 1º, quais as entidades que, em Portugal, estão habilitadas a exercer esta atividade de investimento. São elas: as Sociedades de Capital de Risco (SCR), os Fundos de Capital de Risco (FCR) e os Investidores em Capital de Risco (ICR), sendo estes últimos investidores uma nova figura jurídica introduzida pelo atual Decreto-Lei (DL).

2.1.5. Últimos desenvolvimentos do Capital de Risco em Portugal

De acordo com os dados fornecidos pela CMVM, o valor sob gestão dos operadores nacionais de Capital de Risco no ano de 2013, ascendeu a cerca de 3,2 mil milhões de euros.

O Capital de Risco está a crescer no mercado nacional. O valor sob gestão dos operadores nacionais de Capital de Risco aumentou 10,9%, cerca de 312,9 milhões de euros, de acordo com os dados divulgados pela CMVM do ano de 2012 para 2013. O valor dos ativos geridos por estes cresceu praticamente na mesma proporção em 2013.

A CMVM revela que o valor sob gestão do Capital de Risco ascendeu a cerca de 3,2 mil milhões de euros no final do ano e representando cerca de 1,9% do PIB a preços correntes. "Este aumento deveu-se fundamentalmente aos fundos de Capital de Risco (FCR), com um crescimento de 378,0 milhões de euros (+15,3% face ao ano de 2012)." (Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2013, pág. 3).

"O dinamismo da atividade de Capital de Risco ao longo dos últimos dez anos, medido pelo "Valor sob Gestão", tem sido sustentado pelos FCR, contrariamente ao sucedido ao nível das sociedades de Capital de Risco (SCR). As SCR apresentavam no final de 2013 um valor sob gestão inferior em cerca de 57,5% (-434,1 milhões de Euros) ao registado em 2011", refere a CMVM. (Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2013,pág. 4).

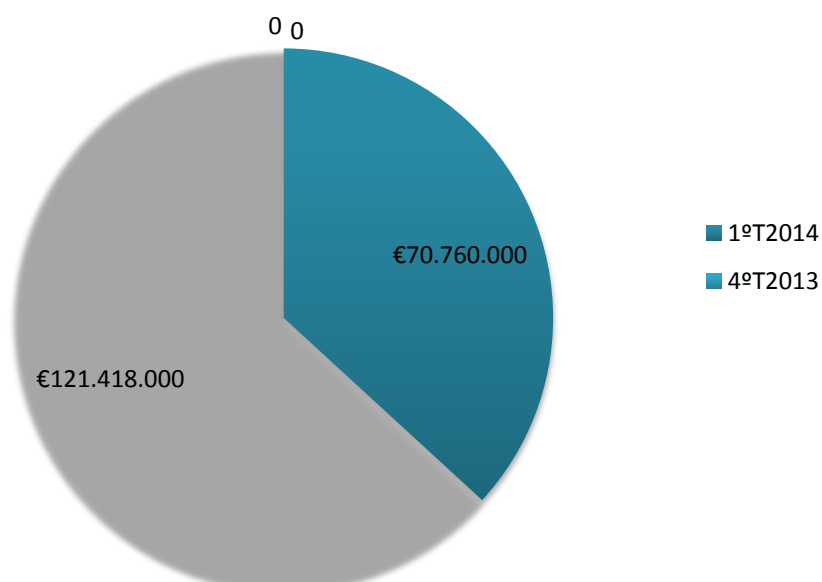
Enquanto o valor sob gestão aumentou em 10,9%, o valor dos "ativos sob gestão dos operadores nacionais de Capital de Risco aumentaram 9,9% (cerca de 327,7 milhões de Euros) e ascendiam a cerca de 3,6 mil milhões de Euros no final do ano 2013. À semelhança do valor sob gestão, o incremento dos ativos sob gestão foi exclusivo dos FCR, com um crescimento de 394,6 milhões de euros (um aumento de 15,2% face ao ano transacto) ", refere o relatório. (Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2013,pág. 8).

"No final do ano o valor do sector ascendia a 4,5 mil milhões de euros e a componente de capital não realizado atingia 1,4 mil milhões de euros (ou seja,

30,5% do total)". Tal significa que existe um compromisso por parte dos investidores em colocar fundos ao dispor do Capital de Risco, ou seja, existe capital disponível para investir imediatamente em Capital de Risco. Contudo, deve ser realçado que as participações sociais representaram apenas 25,5% do total investido", conclui a CMVM neste relatório de 2013. (Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2013,pág.11).

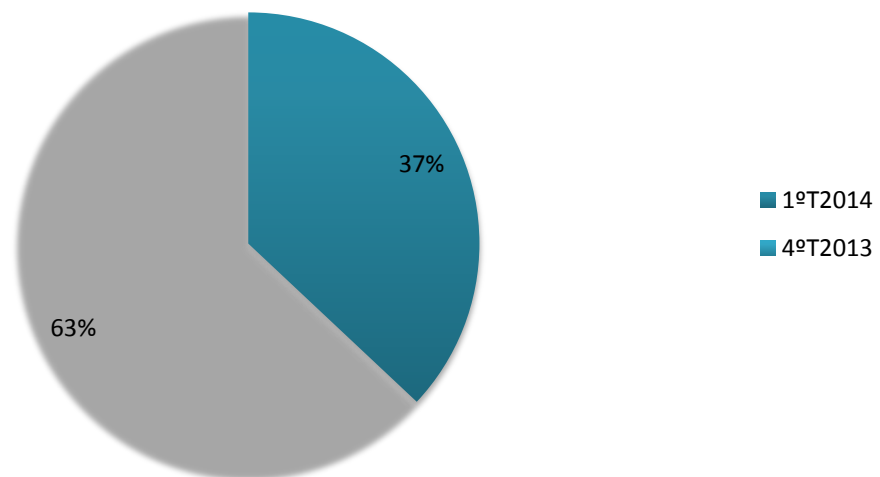
A caracterização do mercado de Capital de Risco em Portugal que a seguir se apresenta recai nos dados que a Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento (APCRI) recolhe anualmente junto dos seus associados. Analisando valores disponíveis mais recentes, a atividade de Capital de Risco registou uma quebra de 41,7% entre o último trimestre de 2013 e o primeiro trimestre de 2014. Nos últimos três meses de 2013 o investimento ascendeu a 121.418 mil euros e no primeiro trimestre de 2014 foi de 70.760 mil euros. Neste período, realizaram-se 63 operações, da responsabilidade de 60 companhias.

Figura 1 – Investimento em Capital de Risco



FONTE: APCRI 2015 (Newsletter Número XXIII, 2º Trimestre 2014)

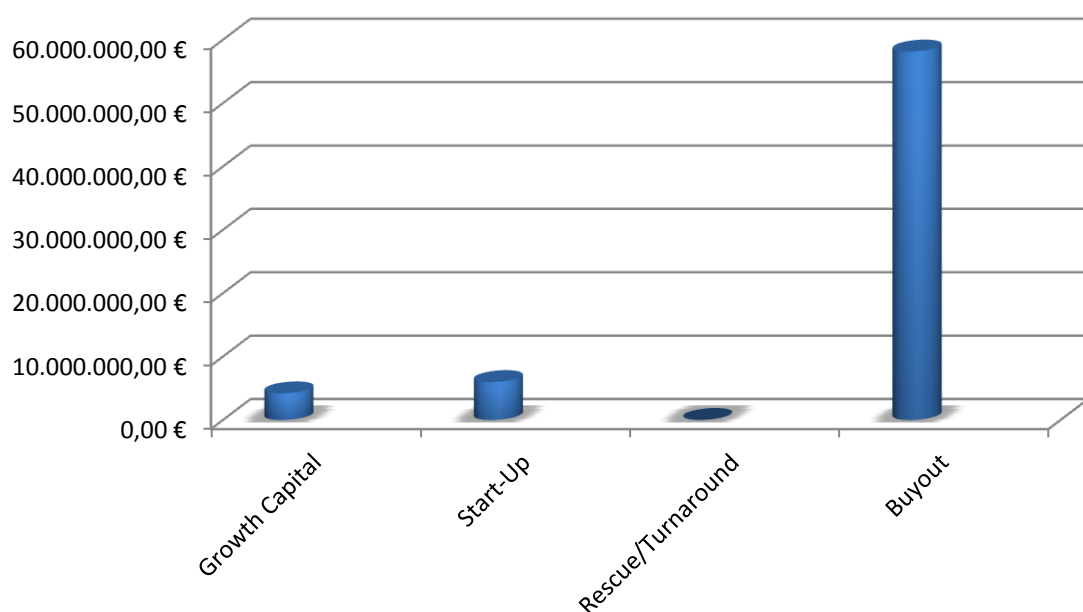
Figura 2 – Investimento em Capital de Risco



FONTE: APCRI 2015 (Newsletter Número XXIII, 2º Trimestre 2014)

Em termos de repartição do investimento por sector durante os primeiros três meses de 2014, o grosso da fatia, ou seja, 82,2% do investimento corresponde a “Buyout”, tendo sido concretizadas 18 operações por 17 companhias, num valor total de 58.140 mil euros. Referência ainda para “Growth”, com 4.194 mil euros, e “Start-ups”, com 5.978 mil euros.

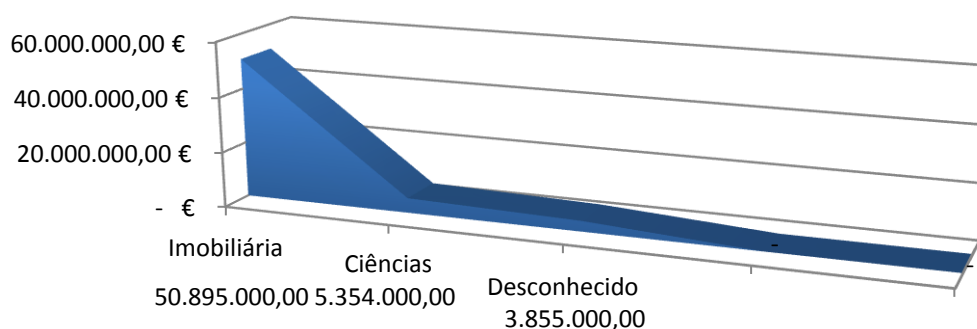
Figura 3 – Repartição do Investimento por Sector



FONTE: APCRI 2015 (Newsletter Número XXIII, 2º Trimestre 2014)

Relativamente aos sectores, os três mais relevantes são apresentados seguidamente no próximo gráfico:

Figura 4 – Sectores mais relevantes

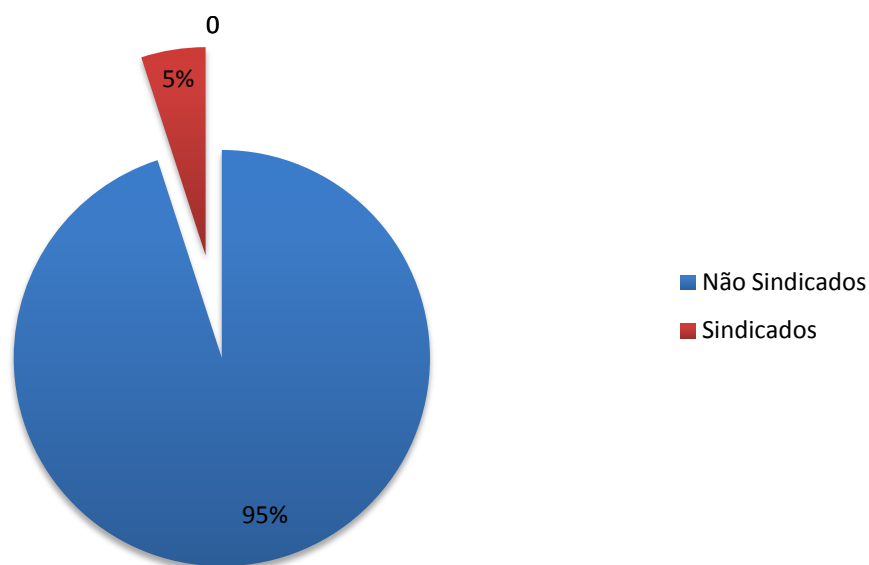


FONTE: APCRI 2015 (Newsletter Número XXIII, 2º Trimestre 2014)

É possível verificar que é no ramo da imobiliária onde se concentra um maior investimento, seguindo-se o das Ciências e os outros ramos com menor impacto.

Relativamente à repartição entre fundos sindicados e não sindicados, verifica-se que os fundos não sindicados representaram 95% do total (67.472 mil euros) e os sindicados os remanescentes 5% (3.264 euros).

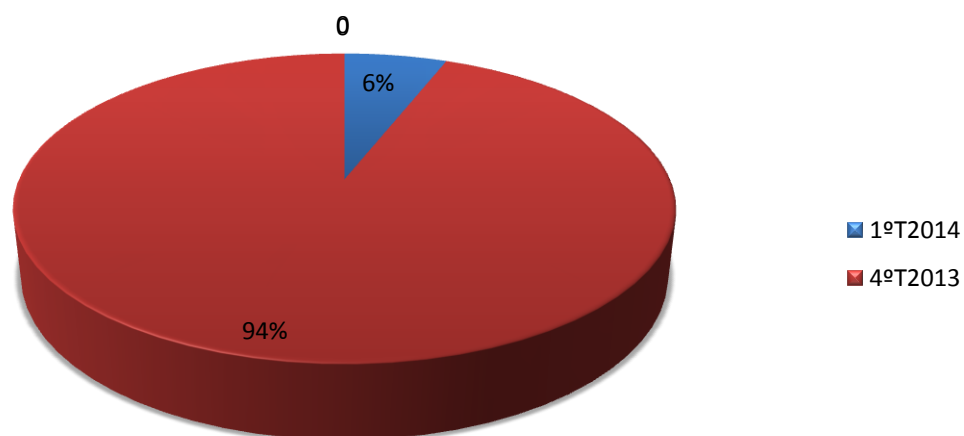
Figura 5 – Fundos Sindicatos e Não Sindicatos



FONTE: APCRI 2015 (Newsletter Número XXIII, 2º Trimestre 2014)

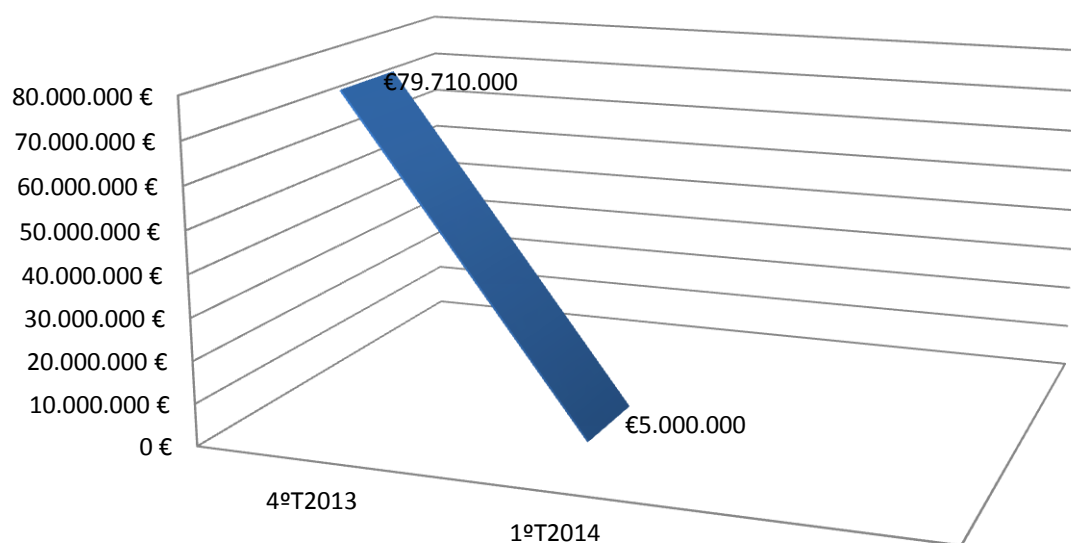
Considerando o levantamento de fundos, o primeiro trimestre apresenta-se com apenas cinco milhões de euros, quando nos últimos três meses de 2013 haviam atingido os 79,7 milhões de euros. Deste modo, deparamo-nos com um forte aumento no investimento neste tipo de fundos.

Figura 6 – Levantamento de Fundos



FONTE: APCRI 2015 (Newsletter Número XXIII, 2º Trimestre 2014)

Figura 7 – Levantamento de Fundos

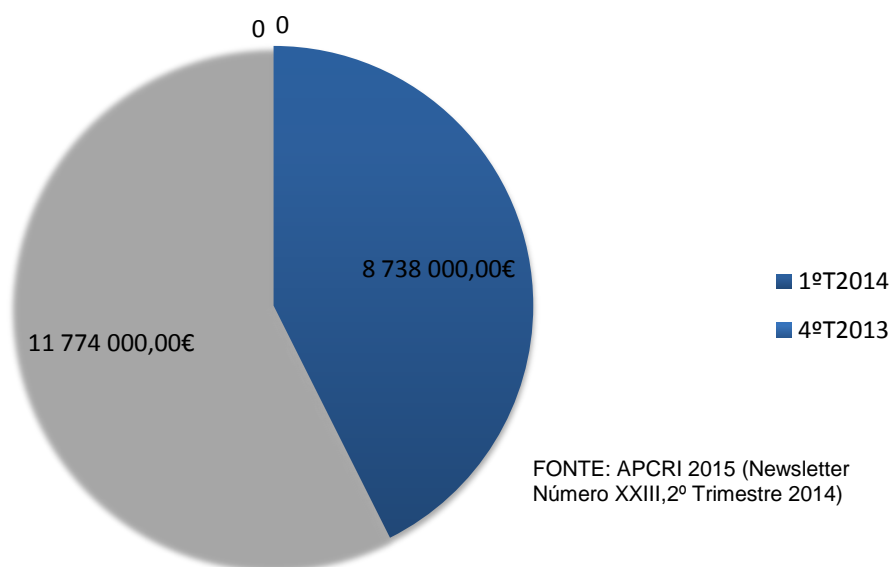


FONTE: APCRI 2015 (Newsletter Número XXIII, 2º Trimestre 2014)

Quanto ao levantamento de fundos, houve uma descida muito acentuada do quarto trimestre de 2013 para o primeiro de 2014, passando dos 79 milhões para apenas 5 milhões.

Em termos de desinvestimento de notar uma evolução negativa de 25,8% entre

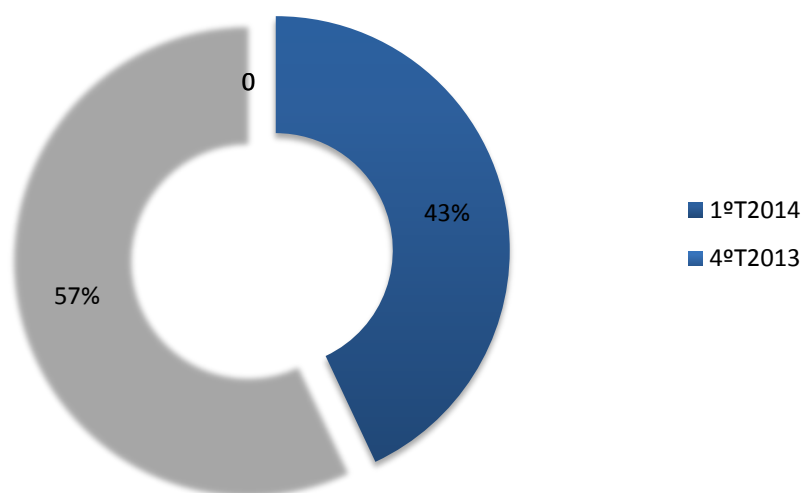
Figura 8 - Desinvestimento



FONTE: APCRI 2015 (Newsletter Número XXIII, 2º Trimestre 2014)

o último trimestre de 2013 e os primeiros três meses de 2014. No final do ano de 2013 atingira os 11.774 mil euros e entre Janeiro e Março de 2014 foi de 8.738 mil euros.

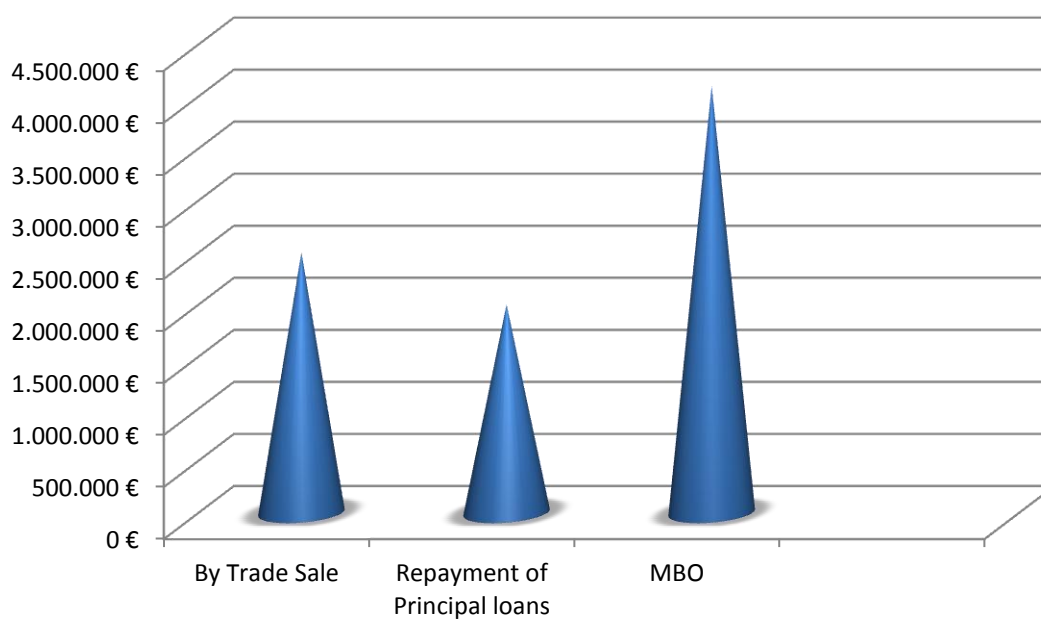
Figura 9 - Desinvestimento



FONTE: APCRI 2015 (Newsletter Número XXIII, 2º Trimestre 2014)

Por tipo de saída, as três principais referências são as apresentadas na figura 10.

Figura 10 – Referências por tipo de saída



FONTE: APCRI 2015 (Newsletter Número XXIII, 2º Trimestre 2014)

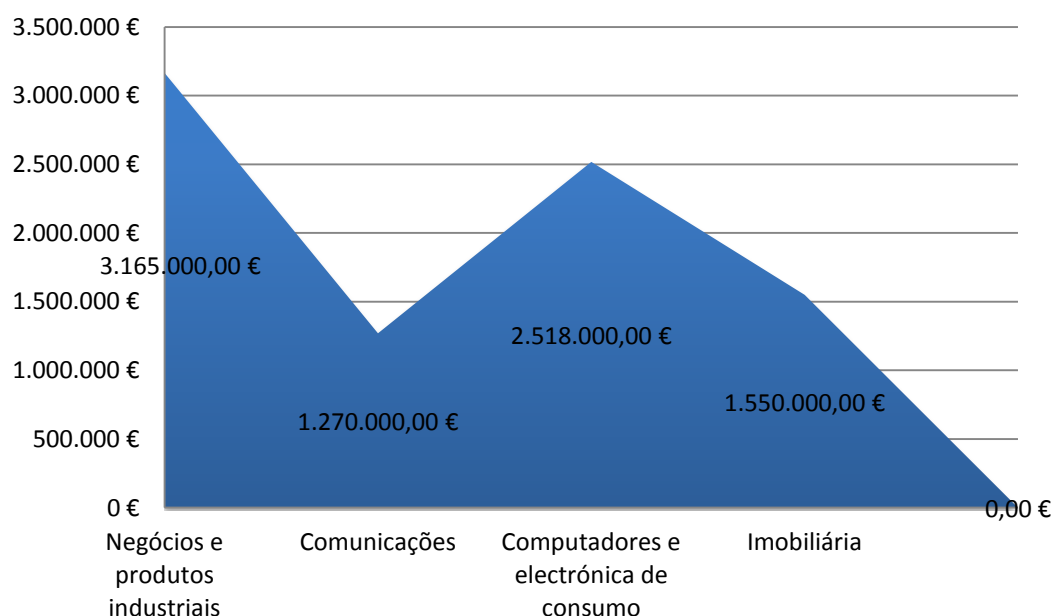
Podemos analisar que o tipo de saída por venda da participação aos antigos titulares – MBO, em que o desinvestimento ocorre através da recompra ou recapitalização pelos antigos acionistas e pode assumir a forma de contrato-promessa, encontra-se como primeira referência com valores mais elevados.

Seguidamente temos a venda da participação a terceiros - as quotas ou ações são vendidas a um terceiro: outro investidor (por refinanciamento), ou outra empresa (pertencente ou não, ao mesmo sector).

Em último, a venda ao público – a venda da participação ocorre no mercado de bolsa, mediante Oferta Pública de Venda. Em Portugal, esta forma de desinvestimento, não é frequentemente utilizada, visto que o mercado de capitais é diminuto e a maior parte das PME não se encontra cotada em bolsa.

Por fim, considerando os sectores mais relevantes, no que diz respeito ao desinvestimento por sectores, ilustrado na figura 11, é o sector dos negócios e produtos industriais que tem um valor mais elevado, seguindo-se o da electrónica, imobiliária e por fim com valores mais baixos, o sector das comunicações.

Figura 11 – Desinvestimento por Sectores



FONTE: APCRI 2015 (Newsletter Número XXIII, 2º Trimestre 2014)

2.2. Modelo Teórico de análise

2.2.1. Variáveis relativas ao Capital de Risco

As variáveis que iremos correlacionar com as hipóteses (no próximo ponto demonstradas), foram extraídas das questões do questionário aplicado como método de investigação deste estudo. No próximo capítulo faremos uma análise ao grau de associação entre variáveis, utilizando a técnica estatística de correlação. Deste modo, apresentamos seguidamente as variáveis dependentes e independentes relacionadas com o Capital de Risco.

As variáveis dependentes surgem como VD e sucessiva numeração. As variáveis independentes surgem como VI e sucessiva numeração correspondente.

- VD1 e VI1 - Fase de desenvolvimento em que se encontrava a empresa no momento do financiamento – DESENVOL;
- VD2 e VI2 - Relação empreendedor-investidor de Capital de Risco – RELAÇÃO;
- VD3 e VI3 - Grau de sucesso na concretização do projeto – SUCESSO;
- VD4 e VI4 - Percentagem que o capitalista de risco tem na empresa – PERCENTAGEM;
- VD5 e VI5 - Limite de tempo legal – TEMPO;
- VD6 e VI6 - Grau de atratividade do Capital de Risco – ATRATIVIDADE;
- VD7 e VI7 - Benefícios provenientes para a empresa com investimento em Capital de Risco – BENEFÍCIOS.

2.2.2. Primeira hipótese

Para além de participarem no suporte financeiro da empresa, os investidores de Capital de Risco, têm outro papel fundamental nas empresas em que investem, especialmente quando adotam uma estratégia de intervenção *hands-on*, o que acontece na grande maioria das suas participações ao dedicarem grande parte do seu tempo e capacidade a monitorizar e apoiar as empresas (Sapienza et al., 1996).

Este tipo de estratégia é caracterizado pelo envolvimento intenso dos agentes de Capital de Risco na gestão das empresas ao longo do seu investimento, proporcionado um apoio essencial nas atividades diárias e um rigor na sua monitorização, ao realizarem um vasto conjunto de tarefas essenciais ao êxito destas (Sahlman, 1990; Sapienza et al., 1996; Black e Gilson, 1998; Kaplan e Strömberg, 2002; Arthurs e Busenitz, 2006; Stubner et al., 2007). Com maior importância desta relação empreendedor-investidor é possível destacar, a monitorização e o aconselhamento, a contribuição na definição da estratégia de negócio e respetivos planos, a obtenção de fontes alternativas de financiamento de capitais com maior agilidade ou a reestruturação das condições já existentes, a formação e o apoio à equipa de gestão assim como a concepção da remuneração dos executivos, o controlo operacional e financeiro, a integração e a extensão de uma rede de contactos de clientes e fornecedores permitindo a renegociação das condições destes (Correia e Armada, 2007).

Mais detalhadamente, segundo o estudo da EVCA anual, nas empresas em fases de expansão é sobretudo mais valorizado a credibilidade e o aconselhamento financeiro, enquanto, nas empresas em fases iniciais da sua vida valorizam, essencialmente, a oportunidade do *networking* que obtêm com a associação à indústria do Capital de Risco. Em alternativa, os investidores de Capital de Risco podem tomar uma posição menos ativa, uma estratégia de intervenção denominada por *hands-off*, em que estes se limitam apenas a participar com capital às empresas intervencionadas.

Com base nesta revisão de literatura e a relevância desta atividade na economia colocamos como primeira hipótese:

Hipótese 1: Na gestão de empresas que recorrem ao Capital de Risco, uma relação mais pró-ativa entre investidor e empreendedor, contribui positivamente para a performance das empresas.

2.2.3. Segunda, terceira e quarta hipóteses

Segundo um estudo (Ferreira, 2003), mostra que existe um efeito positivo na rentabilidade das empresas participadas, com a intervenção do Capital de Risco, mas apenas quando existe uma participação minoritária, durante um período mínimo de permanência no capital e um adequado investimento face à estrutura de capitais e dimensão da empresa.

Este mesmo autor, Ferreira (2003), na sua análise sobre o impacto da participação do Capital de Risco na rentabilidade das participadas, revelou que:

- Quanto maior for a percentagem do Capital de Risco no capital da empresa menor será a sua rentabilidade económica, verificando se o mesmo efeito com o montante da participação deste;
- O montante de suprimentos concedidos tem um impacto positivo na rentabilidade económica da empresa e é positivamente correlacionado com o montante da participação;
- A permanência do investimento de Capital de Risco permite alcançar melhores rentabilidades da empresa, tanto financeira como económica;
- A idade da empresa é tanto maior quanto o número de anos de intervenção do Capital de Risco, o número de trabalhadores e o montante da participação;
- Existe um impacto positivo superior, com a participação do Capital de Risco, na rentabilidade económica do que na rentabilidade financeira da empresa.

De tal modo, como segunda, terceira e quarta hipóteses a testar, apresentamos:

Hipótese 2: Quanto maior for a percentagem de participação de Capital de Risco no capital social das empresas maior será o seu sucesso, reduzindo a sua mortalidade.

Hipótese 3: Existe uma relação positiva entre a percentagem de Capital de Risco investido na empresa pelo investidor e o limite de tempo deste investimento.

Hipótese 4: Existe uma relação negativa entre o limite de tempo imposto legalmente para a participação de Capital de Risco na empresa e os benefícios que advém deste investimento.

2.2.4. Quinta hipótese

Segundo o autor Francisco Banha (2005), caracterizando-se o tecido empresarial português em pequenas e médias empresas e em estruturas tipicamente familiares, pode prever-se no curto prazo, a verificação de um acréscimo significativo de operações de Capital de Risco, em especial as relacionadas com operações de *Management Buy Out* (MBO). As operações de MBO consistem na aquisição da empresa e do seu controlo, por parte dos seus gestores ou administradores, com ou sem o apoio de Capital de Risco. Deste modo, tendo em conta que muitos dos fundadores das PME em Portugal se aproximam da reforma sem terem preparado convenientes planos de sucessão, é razoável para o autor que muitas destas operações se venham a realizar nos próximos anos. O desenvolvimento destas operações é complexo e exige experiência por parte de quem o orienta, motivo pelo qual é adequado o recurso a especialistas que têm como principal função gerir os interesses de todas as partes envolvidas – atuais acionistas, gestores/ administradores, restantes trabalhadores, consultores externos, sociedades de Capital de Risco.

As consequências mais frequentes da tomada de controlo por parte das equipas de gestão foram recentemente (2012) analisadas por um estudo ao

nível europeu da Associação Europeia de Capital de Risco (ECVCA) que, entre várias observações, concluiu que:

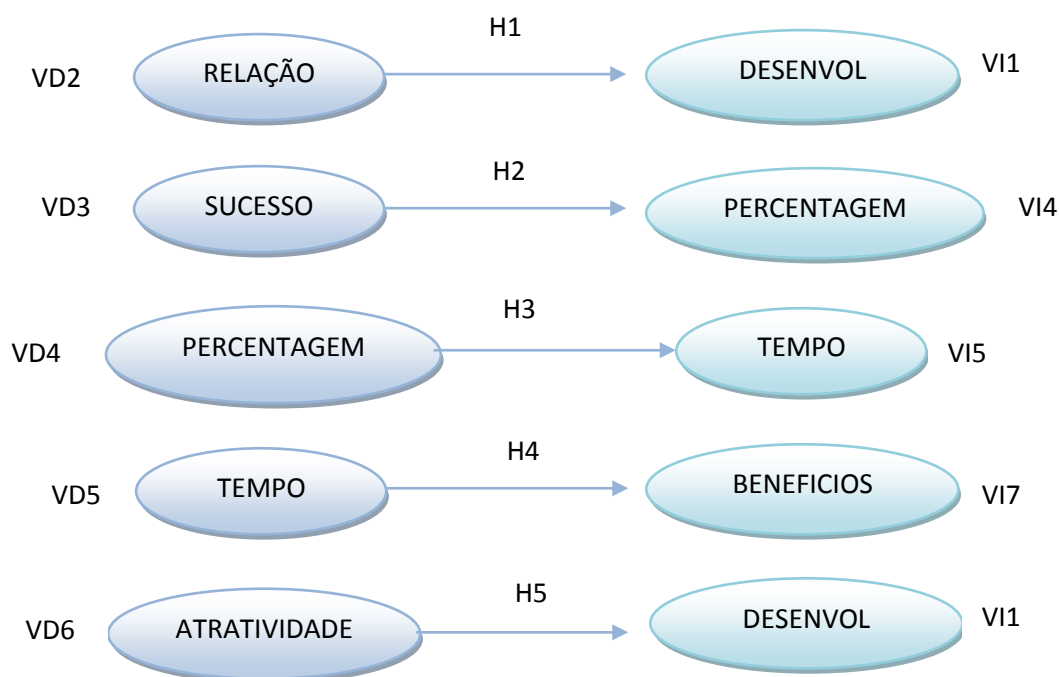
- As novas administrações dão maior ênfase aos Cash Flows gerados, aos Resultados Líquidos e à rentabilidade a longo prazo da empresa;
- Nas empresas com menos de 50 trabalhadores, os postos de trabalho aumentam, em média, 388%;
- O principal apoio dado pelas Sociedades de Capital de Risco verifica-se ao nível da monitorização financeira, performance operacional, relatórios orçamentais regulares e avaliação do crescimento do mercado potencial;
- A confiança no futuro da empresa, o controlo do próprio negócio e uma melhor remuneração financeira são as principais motivações da equipa de gestão para adquirir a sociedade.

O apoio das Sociedades de Capital de Risco é particularmente relevante ao nível dos sistemas de informação, controlo de gestão e montagem de engenharias financeiras, áreas em que as PME são geralmente mais carentes. No entanto, o arranque destas operações passará sempre primeiro pela decisão dos gestores de demonstrarem interesse por tomar o controlo do negócio. O seu interesse poderá ser estimulado, em particular devido à oferta de capital que se encontra atualmente disponível para investimento por parte das Sociedades de Capital de Risco nacionais e estrangeiras.

Assim, como quinta hipótese a testar destacamos:

Hipótese 5: O Capital de Risco é um instrumento que conduz à reestruturação das Pequenas e Médias Empresas (PME) em Portugal tornando-se cada vez mais atrativo.

2.2.5. Modelo de Análise



Fonte: Elaboração própria

Figura 12 – Resumo das Hipóteses

Hipótese 1	Na gestão de empresas que recorrem ao Capital de Risco, uma relação mais pró-ativa entre investidor e empreendedor, contribui positivamente para a performance das empresas.
Hipótese 2	Quanto maior for a percentagem de participação de Capital de Risco no capital social das empresas maior será o seu sucesso, reduzindo a sua mortalidade.
Hipótese 3	Existe uma relação positiva entre a percentagem de Capital de Risco investido na empresa pelo investidor e o limite de tempo deste investimento.
Hipótese 4	Existe uma relação negativa entre o limite de tempo imposto legalmente para a participação de Capital de Risco na empresa e os benefícios que advém deste investimento.
Hipótese 5	O Capital de Risco é um instrumento que conduz à reestruturação das Pequenas e Médias Empresas (PME) em Portugal tornando-se cada vez mais atrativo.

Fonte: Elaboração própria

3. Métodos

3.1. Procedimento e desenho da investigação

Revistos os traços essenciais sobre o Capital de Risco em Portugal, no presente capítulo, pretendemos descrever o modo de como será conduzida a investigação numa perspectiva qualitativa.

Com esta investigação empírica, abordaremos a ótica das empresas nacionais acerca do Capital de Risco, relevando os custos e benefícios, as vantagens e desvantagens, a acessibilidade, a atratividade, entre outros aspetos. O nosso objetivo é estudar e compreender o impacto desta fonte de financiamento nas empresas portuguesas.

Neste ponto, abordaremos igualmente os métodos utilizados na recolha dos dados. Para tal, recorreremos ao questionário, que apresentaremos adiante. Posteriormente, descreveremos o processo de amostragem, bem como a metodologia utilizada para a análise de dados.

Os envios dos questionários foram feitos via *Google Docs* a 64 empresas portuguesas participadas por Capital de Risco. Os contactos de correio electrónico destas mesmas empresas foram obtidos através do Portfólio disponível *online* de uma Sociedade de Capital de Risco, a *Portugal Ventures*. Sociedade criada em Junho de 2012, resultante da fusão de três das mais representativas Sociedades de Capital de Risco em Portugal – AICEP Capital (constituída em 1988), InovCapital (constituída em 1989) e Turismo Capital (constituída em 1991).

Uma conta no serviço de correio electrónico do *Google Mail* foi criada, com o endereço de correio: isg.inquerito@gmail.com. Seguidamente, elaborou-se o questionário, adaptando-o ao formulário do *Google Docs* de acordo a sua aplicação.

Para verificar o correto funcionamento do formulário e a recepção de respostas, estes foram previamente testados. Deste modo, o formulário foi enviado para o endereço de correio electrónico de familiares, que o preencheram e enviaram.

Uma vez verificados estes aspetos, o formulário definitivo foi enviado para as empresas destinatárias.

Todas estas empresas contactadas têm sede em Portugal Continental, pois são as empresas do nosso país que queremos estudar.

Após estas inquiridas terem respondido ao questionário, os dados foram recepcionados no nosso endereço de correio electrónico. Um dos aspetos a tomar em consideração foi o anonimato, o qual foi assegurado, uma vez que os dados não vinham acompanhados do endereço de correio electrónico das inquiridas.

No próximo ponto caracterizaremos a amostra obtida no nosso estudo.

3.2. Amostra, população e participantes

Antes de procedermos à caracterização da amostra e do processo de amostragem, esclareceremos os conceitos de população e amostra. Segundo Hill (2000,pág 67), define população ou universo como o “conjunto total dos casos sobre os quais se pretende retirar conclusões”. Já a amostra, por sua vez, de acordo com Apolinário (2007,pág 102), é o “subconjunto da população em estudo”. Veremos, deste modo, qual a população e qual a amostra presente no nosso estudo.

Os questionários do nosso estudo foram enviados a empresas que asseguradamente recorreram ao Capital de Risco. Deste modo, a população do presente estudo é composta por:

- Empresas que recorreram ao Capital de Risco, nomeadamente as empresas constantes do portfólio disponibilizado pela Sociedade de Capital de Risco: *Portugal Ventures*.

Dadas as limitações de tempo, focámo-nos nestas empresas sugeridas, pois de uma forma geral, é difícil conhecer todos os casos da população, uma vez que não se trata de informação conhecida publicamente, todos os investidores

individuais existentes em Portugal e as empresas em que aplicaram o Capital de Risco. No entanto, existem associações de *Business Angels* com página web e lista/portfólio/casos de sucesso de empresas tal como a Sociedade de Capital de Risco que optámos por recorrer.

Assim, e devido à dificuldade de determinar todos os casos das empresas portuguesas que recorreram ao Capital de Risco, utilizámos o método de amostragem estratificada. Segundo Hill (2000,pág. 84), este método de amostragem “é especialmente útil quando o Universo é grande e o investigador pretende obter uma amostra representativa segundo várias variáveis pré-identificadas”. A amostra selecionada por nós, não é conhecida como toda a população, pois como já referimos, não temos acesso a informação disponível para todas as empresas portuguesas. Devido a isto, pode-se dizer que não se trata de uma amostra claramente representativa.

As empresas que recorreram ao Capital de Risco constantes da amostra são 64. Foram distribuídas por distritos e sectores de atividade.

A amostra real foi obtida após o encerramento do período de recebimento das respostas a 15 de Maio de 2015, ainda enviados por três vezes em fazes distintas, não tendo sido possível aguardar por mais respostas devido aos prazos para a realização deste trabalho. A nossa amostra real é, então, composta por 26 casos que perfazem uma taxa de resposta de 40,63%.

3.3. Medidas e instrumentos de recolha de dados e variáveis

Na elaboração do questionário (Anexo A), este foi dividido em duas partes. A primeira parte refere-se à caracterização geral da empresa. Neste ponto, pretendemos obter informação relativa à firma (denominação social, dimensão da empresa, a sua fase de desenvolvimento atual, grau de inovação tecnológica, entre outros). A segunda parte, reporta questões relativas ao Capital de Risco. Nesta, os dados recolhidos incidiam sobre o acesso ao Capital de Risco enquanto fonte de financiamento (por exemplo com questões acerca do grau de dificuldade de acesso; obstáculos enfrentados; relação com a entidade investidora em Capital de Risco; intervenção do capitalista de risco diretamente na empresa participada, a sua importância e relacionamento; custos e benefícios; grau de sucesso da sua atividade; grau de atratividade do Capital de Risco e aspetos com ele relacionados; entre outros).

O questionário foi elaborado de modo a que o inquirido pudesse responder de forma clara, evitando, assim, a necessidade de construir e escrever respostas. Deste modo, a grande parte das perguntas são assinaláveis com uma cruz (x). As questões também se caracterizam por serem, na sua grande maioria, fechadas. Optámos por esta via, dado que as perguntas fechadas possibilitam “obter informação quantitativa” e tornam mais acessível a aplicação de análise estatística, de acordo com Hill (2000).

Uma vez concluídas as etapas e elaboração do questionário, já com os contactos de correio electrónico em nossa posse, procedeu-se ao seu envio.

Os questionários foram enviados, eletronicamente, através da aplicação *Google Docs*. Esta aplicação possibilitou criar um formulário *online* para ser enviado às respetivas empresas inquiridas. Recorremos a esta aplicação uma vez que esta permite estabelecer uma ligação segura e encriptada (SSL – *Secure Sockets Layer*), que através do protocolo *https* (*HyperText Transfer Protocol Secure*), possibilita que a informação inserida não seja susceptível de visualização por terceiros. Para esta mesma plataforma, foi necessário criar uma conta no serviço de correio electrónico do *Google Mail*, com o endereço

de correio electrónico: isg.questionario@gmail.com. Seguidamente, elaborou-se o questionário, adaptando-o especificamente ao formulário do *Google docs*.

No fundo, o questionário enviado electronicamente, contém as mesmas questões que o questionário criado no *MicrosoftWord*, pelo que o conteúdo não foi alterado. Mais se esclarece que, para criar um formulário na aplicação *Google docs*, é necessário construí-lo na própria aplicação, pelo que foi adaptado na sua forma.

3.4. Procedimentos de análise de dados

Neste ponto, descreveremos o tratamento dado à análise de dados e técnicas utilizadas.

Iniciámos a análise dos dados, dando a conhecer, as principais características das empresas que recorrem ao Capital de Risco. De seguida, expomos e analisamos os dados recolhidos relativos a estas empresas. Por fim, procedemos ao estudo do grau de associação entre variáveis. Para tal, utilizámos a correlação estatística e a regressão através de uma ferramenta específica, do programa de *software* estatístico *Statistical Package for Social Sciences* (SPSS) e *Microsoft Excel*.

A correlação é uma técnica que investiga se existe ou não uma correlação linear entre duas ou mais variáveis. Segundo as palavras de Reis (2005, p.185), relativamente ao coeficiente de correlação linear, “é uma medida do grau de associação linear entre variáveis”. Esta medida “toma os valores entre -1 e +1”. Quando o valor está próximo de -1 (abaixo de -0,3) significa que há uma relação linear perfeita e negativa entre as variáveis x e y. Quando o valor está próximo de +1 (acima de +0,3) indica que há uma relação linear perfeita e positiva entre as duas variáveis. Quando os valores estão próximos de zero, significa que não se identifica uma relação linear entre as variáveis x e y.

No presente estudo, as correlações foram calculadas automaticamente através do *software* SPSS versão 21, após introdução dos dados das variáveis.

Acerca da técnica estatística de correlação, Martínez (2001,p.104) enfatiza que “importa ter sempre bem presente que da mera correlação estatística não pode concluir-se a necessária existência de relações de causa para efeito entre fenómenos”. Relativamente à regressão, este mesmo autor, refere que é uma palavra que “exprime (...) a ideia de relação existente entre as grandezas de duas variáveis”. Trata-se de uma técnica que permite analisar a relação entre uma variável (a variável dependente) e outras variáveis (as variáveis independentes).

Antes de terminarmos a abordagem ao tratamento dos dados recolhidos, não podemos deixar de efetuar algumas considerações. A primeira prende-se com a falta de resposta a uma ou mais questões. Considerou-se como dado omissos quando a empresa inquirida não respondia a alguma questão. A segunda consideração concerne às questões em que as participantes podiam escolher simultaneamente várias opções. Neste tipo de perguntas, a percentagem total das respostas será superior a 100%. A última diz respeito às questões que solicitam a classificação, de 1 a 5, de determinado aspeto. A escala e o seu significado serão mencionados aquando da análise dos resultados destas perguntas. Finalizados os considerandos, procederemos, então, à análise dos seus resultados.

4. Análise dos dados obtidos e discussão

4.1. Exploração dos dados

Antes de procedermos ao estudo estatístico dos dados, iremos referir o tratamento dado à análise dos dados e caracterizaremos as técnicas utilizadas.

Iniciaremos a análise dos dados dando a conhecer, numa perspetiva comparativa, as principais características das empresas que apenas recorreram ao Capital de Risco.

Por fim, procederemos ao estudo do grau de associação entre variáveis. Para tal, utilizaremos a correlação estatística e a regressão, como já foi anteriormente explícito.

A amostra real foi obtida após o encerramento do período de recebimento de respostas (15 de Maio de 2015), não tendo sido possível aguardar por mais respostas, devido aos prazos para a realização do estudo. A nossa amostra real é composta por 26 casos que perfazem uma taxa de resposta 40,63%.

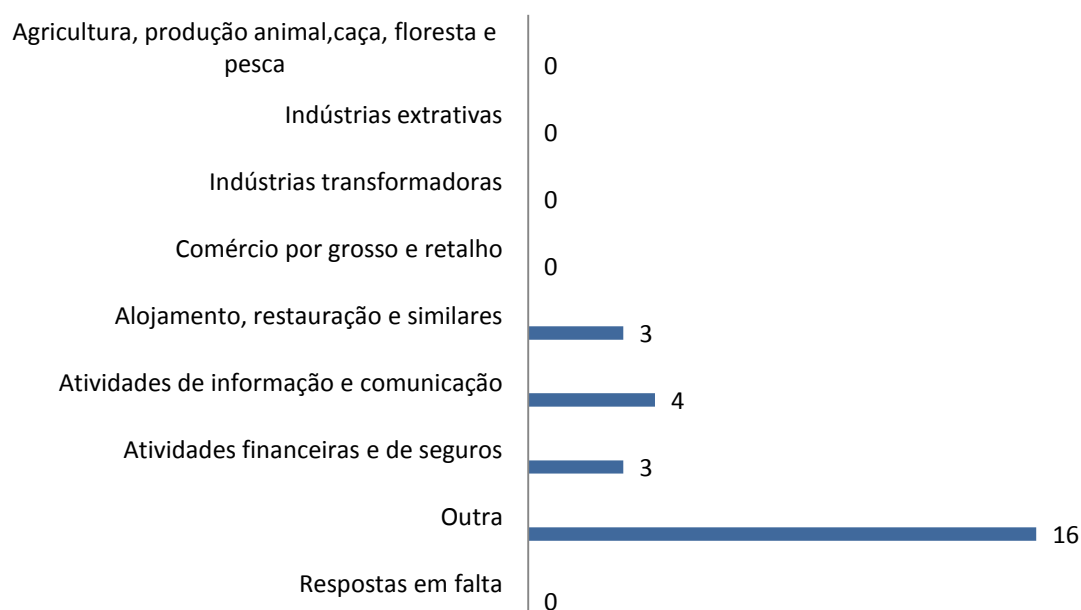
No quadro 1, apresentamos o número de respostas recolhidas para as empresas com financiamento em Capital de Risco.

Quadro 1 – Número de respostas obtidas

	Número de respostas	Percentagem (%)
Financiamento em Capital de Risco	26	40,63

A figura 13 demonstra a distribuição das empresas que participaram no nosso estudo, por sectores de atividade. Constatamos que a amostra real não abrange todos os sectores. No entanto, é relevante considerar a classificação “outra”, já que representa 61,5% do total das empresas. Os inquiridos que assinalaram esta opção, indicaram as seguintes atividades económicas: “tecnologias de informação”; “diapositivos médicos”; “projetos electrónicos”, “engenharia e técnicas afins”; “bioindústria”; “biotecnologia”; “locação de propriedade intelectual”. Note-se que a maioria destas atividades foi apontada por empresas que recorreram ao capital de risco, o que revela o carácter inovador e tecnológico destas empresas.

Figura 13 – Distribuição das empresas da amostra real por sectores de atividade, segundo a classificação portuguesa de Atividades Económicas (CAE)



O quadro seguinte, caracteriza as empresas da amostra real segundo o distrito a que pertencem. Este quadro revela-nos que um número considerável dos inquiridos 30,77% está sediado no distrito de Lisboa. O segundo distrito, onde se situam mais empresas da nossa amostra real, é o Porto com 23,08%. A concentração das empresas nestes distritos não é surpreendente, dado que a estrutura empresarial portuguesa se situa, tradicionalmente, nas regiões de Lisboa e do Norte. As restantes empresas as quais recebemos respostas estão sediadas em Coimbra, Aveiro, Leiria, Santarém, Guarda e Braga.

Quadro 2 – Distribuição das empresas da amostra real por distritos

Distritos	Nº de empresas da amostra real	Percentagem (%)
Lisboa	8	30,77
Porto	6	23,08
Coimbra	2	7,70
Aveiro	1	3,85
Leiria	2	7,70
Santarém	1	3,85
Guarda	2	7,70
Braga	2	7,70
Respostas em falta	2	7,70
Total	26	100

O critério principal utilizado nas empresas na definição de PME é o número de pessoas empregues. De acordo com o quadro 3, a nossa amostra real é composta maioritariamente por PME (vinte das vinte e seis empresas inquiridas têm menos de 10 pessoas empregues), estando em harmonia com a estrutura empresarial de Portugal.

Quadro 3 – Distribuição das empresas da amostra real por número de pessoas empregues

Nº de pessoas empregues	Nº de empresas da amostra real	Percentagem (%)
Inferior a 10	20	76,92
Entre 10 a 50	1	3,85
Entre 50 a 250	0	0
Superior a 250	0	0
Respostas em falta	5	19,23
Total	26	100

No quadro 4, apresenta-se a distribuição das empresas da amostra real em função do volume de negócios. As empresas que possuem um volume de negócios inferior a 2 milhões de euros representam a grande maioria (96,15%) dos inquiridos. Embora o critério principal para a definição de PME não seja o volume de negócios, este dado não é alheio à composição do tecido empresarial português, em que 99,6% das empresas são PME, responsáveis por realizarem cerca de 56,4% dos negócios em Portugal, segundo informação do IAPMEI (2008).

Quadro 4 – Distribuição das empresas da amostra real por volume de negócios

Volume de negócios (em milhões de euros)	Nº de empresas da amostra real	Percentagem (%)
Inferior a 2	25	96,15
Entre 2 a 10	1	3,85
Entre 10 a 50	0	0
Superior a 50	0	0
Total	26	100

Na definição de PME é necessário utilizar o critério principal e o complementar. Assim, na nossa amostra, pertencem à categoria das grandes empresas apenas uma, sendo as restantes empresas classificadas como PME.

Em suma, apesar de a amostra real do presente estudo ser de dimensão reduzida, as características das empresas que a compõem, refletem alguns traços do tecido empresarial nacional

Após a recolha dos dados constantes dos questionários recepcionados, impõe-se analisar os resultados obtidos.

Os resultados relativos ao capital de risco serão confrontados, sempre que possível, com um estudo já realizado referente à atividade de capital de risco em Portugal, “Estudo para avaliação do impacto económico do capital de risco em Portugal”, da APCRI. Este estudo apresenta “a influência do capital de risco ao nível das empresas que já beneficiaram deste instrumento”, sendo que os dados referem-se, apenas, ao ano de 2009, não havendo nenhum do mesmo género mais recente. Salienta-se que este estudo analisa as empresas participadas por Sociedades de Capital de Risco, não abrangendo outros

fatores da atividade de capital de risco. Apesar deste facto poder constituir uma limitação, o estudo revela-se uma referência interessante para a confrontação dos dados obtidos.

Questionadas sobre a sua forma jurídica, 73% das empresas indicaram a opção “Sociedade por Quotas”. As Sociedades Anónimas são a segunda forma jurídica mais predominante entre estas empresas, representando 27%. No estudo realizado pela APCRI, as empresas das suas participadas assumem, maioritariamente (73%), a forma jurídica de Sociedades Anónimas (este panorama pode dever-se ao facto de, no estudo da APCRI, o questionário ter sido dirigido apenas a sociedades de capital de risco). Ao contrário do nosso estudo que é direcionado na sua maioria a pequenas e médias empresas.

No que respeita à antiguidade das empresas em análise, resulta dos dados obtidos, que estas se constituíram entre 2008 e 2010. Este resultado corresponde ao esperado na medida em que as empresas que recorrem ao Capital de Risco são, tendencialmente, empresas mais jovens. Em comparação com os dados da APCRI, no ano de 2009, 64% das empresas participadas neste estudo foram constituídas depois de 2001.

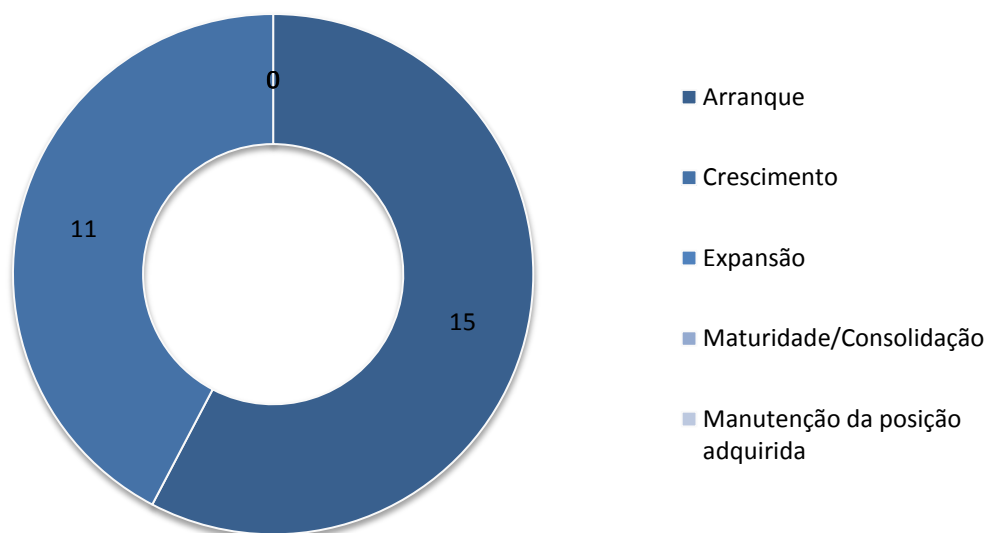
Quanto às atividades económicas destas empresas, verifica-se que a atividade mais predominante corresponde à opção “outra” (61,5%). Como se referiu anteriormente, as empresas que apontaram esta opção, operam em sectores baseados no conhecimento, na inovação e na tecnologia, como é o caso das ciências da vida, da biotecnologia, entre outros.

As atividades económicas mais relevantes que se seguem são: as atividades de informação e de comunicação com 15,38%; alojamento, restauração e similares, seguido das atividades financeiras e de seguros. Os resultados são os esperados, uma vez que estes sectores são característicos das empresas que recorrerem ao Capital de Risco.

No que toca ao estágio de desenvolvimento atual das empresas inquiridas que recorreram ao Capital de Risco, a grande maioria encontra-se numa fase de arranque (57,7%), tal como se pode observar na figura 14. Este facto reflete que estamos perante empresas que são, na sua maioria, jovens. Mais uma

vez, poder-se-á refletir, a este propósito, em que medida o Capital de Risco é um instrumento que atrai este tipo de empresas.

Figura 14 – Estádios de desenvolvimento das empresas de Capital de Risco

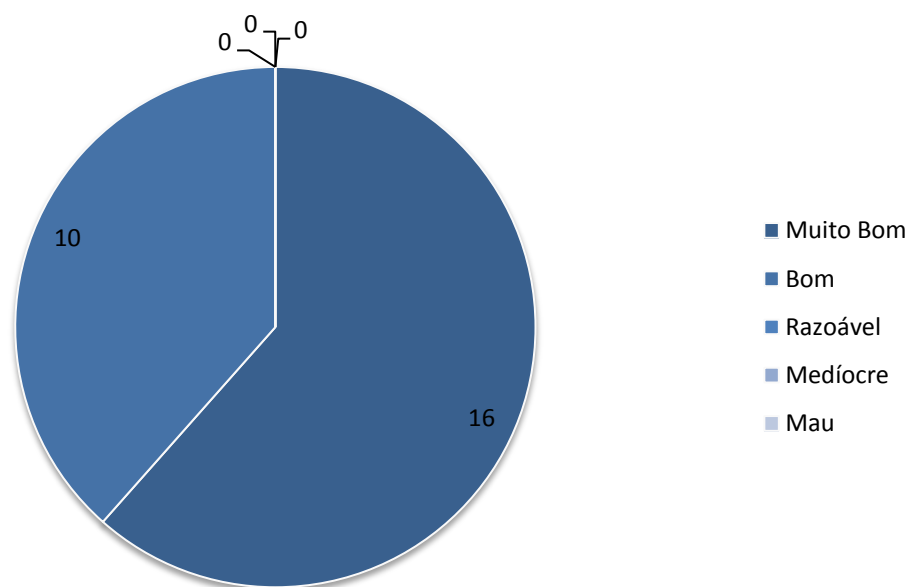


Questionadas sobre o grau de inovação tecnológica das suas empresas, 61,5% das empresas consideraram que possuem um grau de inovação muito bom (tal como podemos verificar no quadro 5 e figura 15). As restantes classificaram o seu grau de inovação tecnológica como “bom”. Estes resultados confirmam o que ficou acima referido acerca das atividades económicas das empresas que recorrem ao Capital de Risco. Acresce que estes mesmos resultados não estão distantes dos obtidos no estudo da APCRI. De acordo com o estudo, as SCR sugeriram que a maioria (69%) das suas empresas participadas apresenta um grau de inovação tecnológica muito bom e bom.

Quadro 5 – Escala do grau de inovação tecnológica e seu significado

Grau de dificuldade	1	2	3	4	5
Significado	Muito Mau	Medíocre	Razoável	Bom	Muito Bom

Figura 15 – Grau de inovação tecnológica das empresas de Capital de Risco



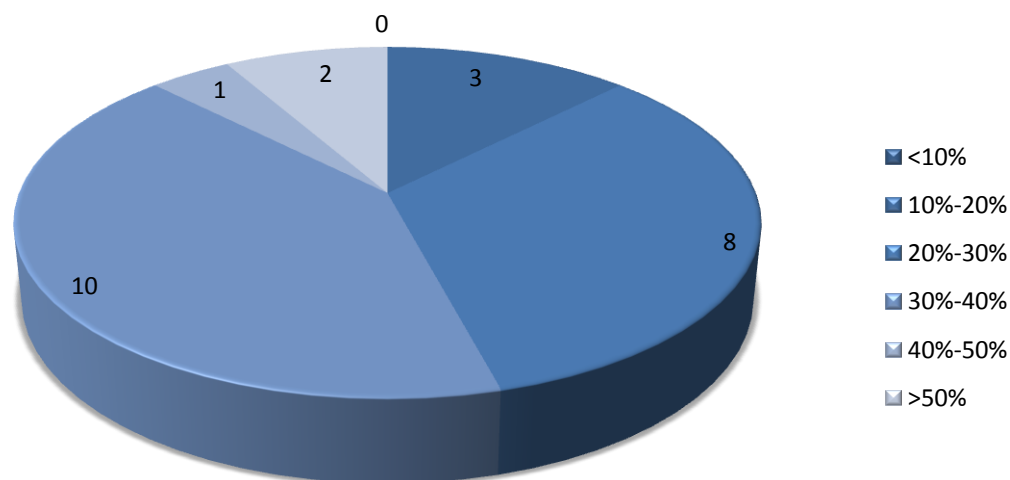
Relativamente à fase de desenvolvimento em que as empresas receberam o investimento, é possível verificar, como decorre do quadro 6, que as maiorias destas empresas encontravam-se numa fase inicial. Assim, 96% das empresas questionadas são *start-ups* e caracterizam-se por serem empresas jovens.

Quadro 6 – Fases de desenvolvimento aquando do investimento em Capital de Risco

Fases de desenvolvimento	Frequência	Percentagem (%)
<i>Seed Capital</i>	0	0
<i>Start-up</i>	25	96,15
<i>Other early stage</i>	1	3,85
<i>Expansão</i>	0	0
<i>Replacement equity</i>	0	0
<i>Management Buy-out</i>	0	0
<i>Management Buy-in</i>	0	0

O investimento em Capital de Risco ocorre consoante a cedência de uma participação no Capital Social da empresa. Deste modo, questionámos as inquiridas sobre a percentagem de capital que o capitalista de risco e que elas próprias possuíam na empresa. Observando a figura 16, é possível constatar que na sua maioria as empresas possuem uma percentagem de capital inferior a 50%. Assim, a participação dos capitalistas de risco, na maioria das questionadas é superior a 50%.

Figura 16 – Percentagens de capital detidas pelas empresas



4.1.1. Experiência das empresas sobre o Capital de Risco

No que diz respeito à intervenção do capitalista de risco na gestão (atitude *hands-on*), através do questionário, procurámos obter conhecimento acerca do grau de importância que as empresas que recorrem ao Capital de Risco atribuem a esta operação. Para tal, solicitámos às empresas que classificassem de 1 a 5 – em que 1 significava nada importante e 5 muito importante – o grau de importância na ingerência da gestão da empresa por parte do capitalista de risco. O quadro 7 demonstra-nos o significado de cada grau.

Quadro 7 – Escala do grau de importância na ingerência da gestão da empresa por parte do capitalista de risco e sua importância

Grau de importância	1	2	3	4	5
Significado	Nada importante	Pouco importante	Relativamente importante	Importante	Extremamente importante

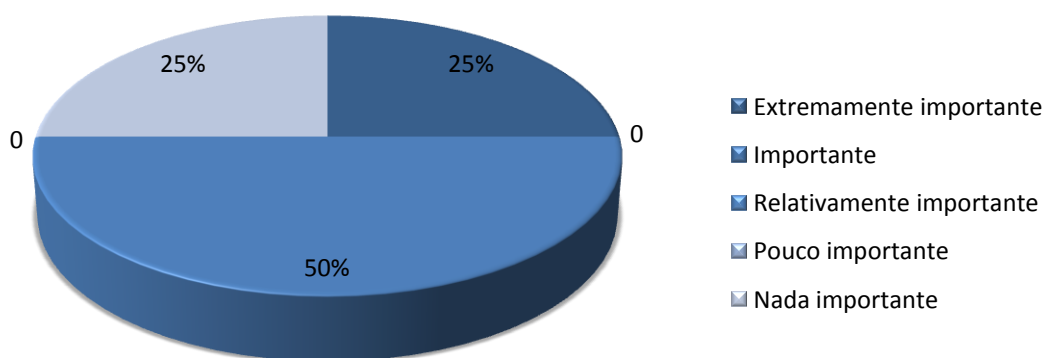
Através da análise do quadro 8 e da figura 17, é possível observar que 50% das empresas inquiridas entendem que a intervenção do capitalista de risco na gestão da empresa é relativamente importante. A outra metade divide-se entre considerar extremamente importante e nada importante.

Com esta informação temos também como objetivo conhecer se esta intervenção trouxe ou não melhorias significativas para a qualidade da equipa de gestão das referidas empresas. Cerca de 60% das empresas respondeu negativo, ao passo que as restantes responderam afirmativo. De acordo com estes resultados, é possível sugerir que a intervenção do capitalista de risco na gestão de empresa não beneficia propriamente mas também não prejudica a gestão empresarial. Num estudo futuro, seria curioso, questionar se a intervenção trouxe mudanças para pior ou se em nada alterou o modo de funcionamento da equipa de gestão.

Quadro 8 – A ingerência do capitalista de risco na gestão e sua importância

Grau de importância	1	2	3	4	5
Significado	25%	-	50%	-	25%

Figura 17 – A ingerência do capitalista de risco na gestão e sua importância



No que toca à relação empreendedor-investidor de Capital de Risco, através do quadro 9, é-nos possível ter conhecimento acerca de como esta é avaliada. A escala a que recorremos vai de Má, a Muito Boa. Temos uma análise em que 80% das inquiridas considera a relação - Muito Boa e as restantes 20% - Boa.

Quadro 9 – Relação empreendedor-investidor de Capital de Risco

Relação empreendedor-investidor	Má	Razoável	Boa	Muito Boa
Percentagem	-	-	19%	81%

A operação na gestão e relação com entidade de Capital de Risco que financia a empresa pode considerar-se como sendo uma mais-valia para a empresa. Contudo, também é possível que acarrete alguns custos e desvantagens. Deste modo, tentámos analisar quais os custos e os benefícios que as empresas consideram que resultam da relação empreendedor-investidor (nesta

questão, as inquiridas escolheram simultaneamente várias opções, pelo que a soma das percentagens é superior a 100%. Em cada opção estão representadas a percentagem de empresas que a assinalou).

As figuras 18 e 19 demonstram os custos e os benefícios considerados pelas empresas em questão. Desta análise, verificamos que nenhuma destas empresas considerou, como custo, a perda de autonomia na direção ou gestão da empresa. Através deste resultado é possível sugerir que a autonomia do empreendedor não fica prejudicada pela qualidade da relação que possui com o capitalista de risco. Os custos assinalados nos questionários, estão relacionados, na sua maioria, com a tomada de decisão. Ou seja, as empresas inquiridas entendem que a relação entre o empreendedor e o capitalista de risco torna a decisão morosa (57,7%) e mais difícil (19,23%). A questão que está relacionada com a impossibilidade de usufruir da totalidade dos ganhos da empresa representa 19,23% das respostas assinaladas (uma das empresas assinalou a opção “outros”, indicando, na linha disponibilizada, “ nenhuns”). Contudo, conjecturava-se que este custo surgisse com uma percentagem superior, dado que o investimento em Capital de Risco prevê a cedência de uma participação no capital social da empresa.

Relativamente aos benefícios, 41,70% das empresas entende que o capitalista de risco traz vantagens tais como: novos conhecimentos e experiência. Tal entende-se como uma mais-valia para estas empresas. Estas também assumem que a relação estabelecida entre eles traz novos e importantes contatos e futuras relações para a empresa permitindo o reconhecimento de novas possibilidades. Com uma percentagem menor, é considerado que auxilia na resolução de problemas difíceis (também em menor percentagem está a opção “outros”, tendo uma empresa indicado, na linha disponibilizada, “mais capital para o investidor”).

Figura 18 – Custos resultantes da relação empreendedor-capitalista de risco

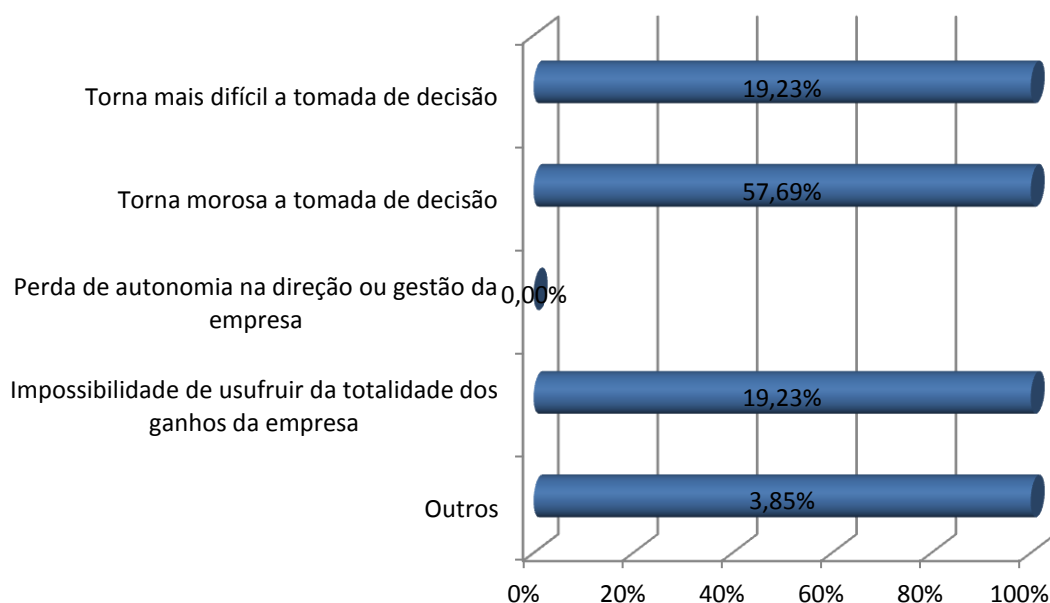
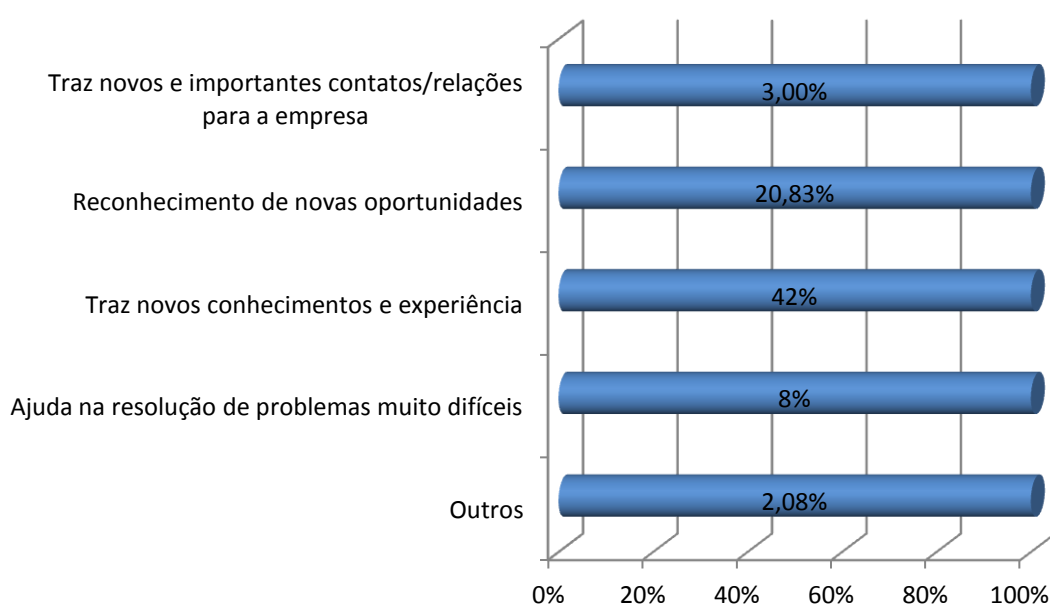


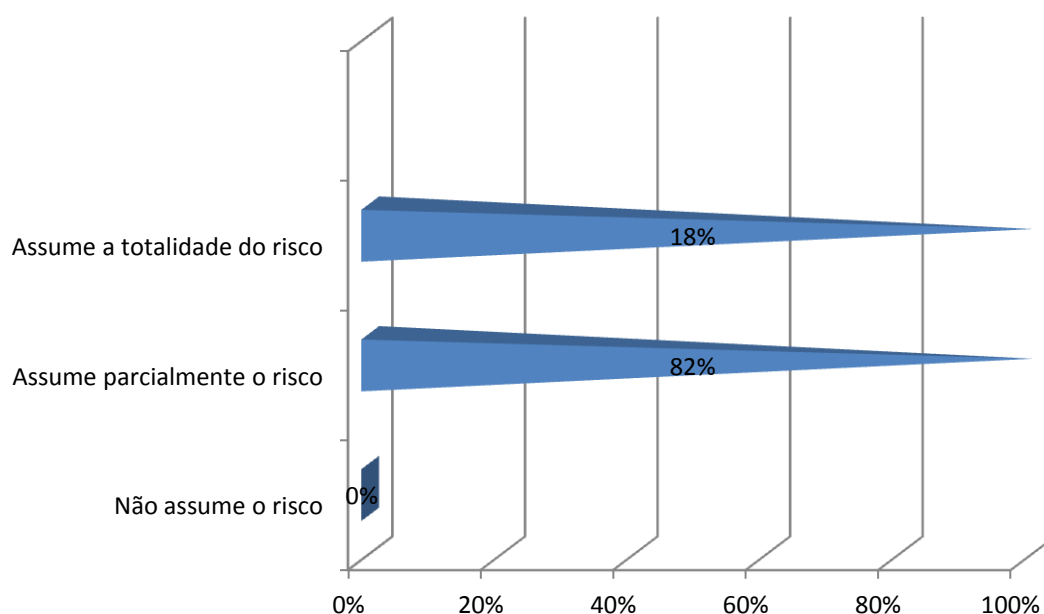
Figura 19 – Benefícios resultantes da relação empreendedor-capitalista de risco



As empresas inquiridas foram debatidas acerca da participação da entidade financiador face ao risco, às perdas, aos ganhos e aos negócios (Nesta questão novamente, as inquiridas escolheram simultaneamente várias opções, pelo que a soma das percentagens é superior a 100%. Em cada opção estão representadas a percentagem de empresas que a assinalou).

Relativamente ao risco, nenhuma das participadas considera que o capitalista de risco não assume o risco. Este resultado não admira pois o instrumento em causa subentende que o capitalista de risco assuma, no mínimo, o risco do investimento. A Figura 20 demonstra que 82% das empresas caracteriza que o capitalista de risco assume parcialmente o risco e 18% entende que o assume na sua totalidade.

Figura 20 – Considerações acerca da participação no risco por parte da entidade financiadora



No que diz respeito à participação nas perdas, o quadro 10 refere-nos que todas as empresas consideram que o capitalista de risco assume tanto as perdas como os ganhos. Contudo, sugere que esta participação não é suficiente para o considerarem um verdadeiro e único parceiro de negócios. No mesmo quadro, é possível analisar que apenas uma pequena percentagem das empresas assim o entende.

Quadro 10 – Considerações sobre a participação do capitalista de risco nas perdas, nos ganhos e nos negócios

	Sim	Não
Participa nas perdas	100%	0%
Participa nos ganhos	100%	0%
É um verdadeiro parceiro de negócios	25%	50%

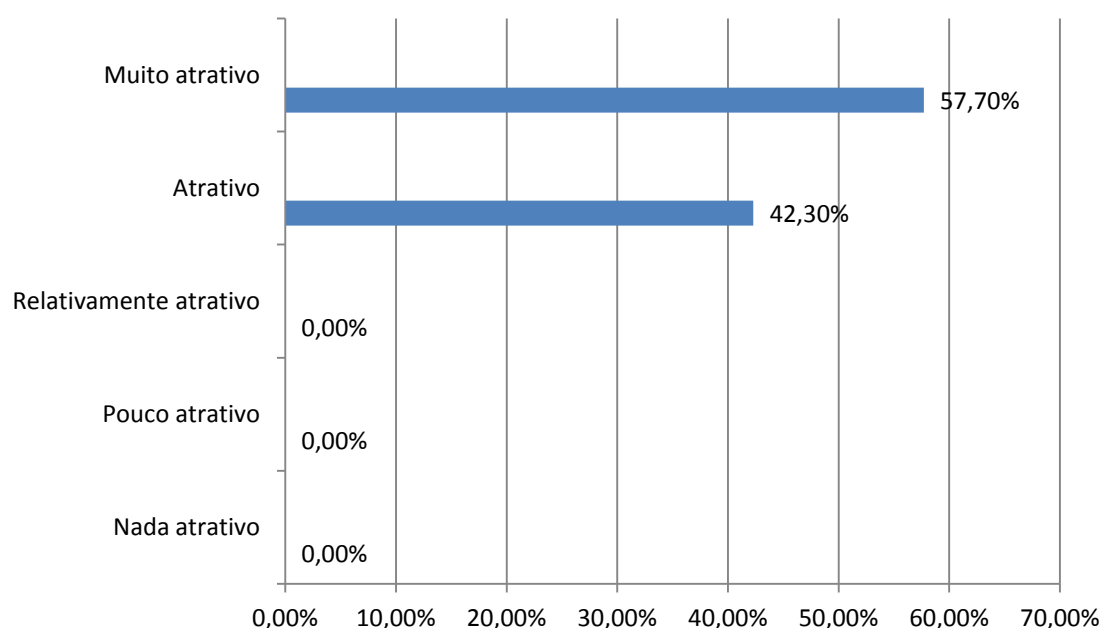
Na questão 11 do questionário temos informação acerca do grau de atratividade que a empresa considera que o Capital de Risco tem, enquanto fonte de financiamento para as PME. As inquiridas teriam de classificar o grau de atratividade segundo uma escala de um 1 a 5, em que 1 significava nada atrativo e 5 muito atrativo, conforme se pode observar no quadro 11.

Quadro 11 – Escala do grau de atratividade e ser significado

Grau de atratividade	1	2	3	4	5
Significado	Nada atrativo	Pouco atrativo	Relativamente atrativo	Atrativo	Muito atrativo

Observando a figura 21 e o quadro 12, 56% das empresas inquiridas consideram que o recurso ao Capital de Risco é um instrumento de financiamento muito atrativo para as PME. As restantes empresas entendem que é atrativo. Assim, poderemos concluir que os resultados relativos à atratividade do Capital de Risco são claramente positivos.

Figura 21 – Grau de atratividade do Capital de Risco



Quadro 12 – Grau de atratividade do Capital de Risco

Grau de atratividade	1	2	3	4	5
Percentagem (%)	-	-	-	42,30	57,70

Adicionando ao grau de atratividade, as empresas também foram questionadas acerca da atratividade de algumas questões relacionadas com o Capital de Risco. As inquiridas tiveram que classificar a atratividade quanto aos aspetos relativos aos custos de negociação e de projeto; às garantias; aos encargos fixos; aos acordos parassociais; ao plano de negócios; e, por último, às dificuldades no desinvestimento.

Relativamente aos custos de negociação e de projeto, e conforme se pode observar no quadro 15, 25% das participantes considerou que o facto de estes custos serem reduzidos é um aspeto atrativo, sendo que 25% entende que é muito atrativo. O facto de o capital de risco ser um instrumento de financiamento que não requer a prestação de garantias, é, na opinião maioritária destas inquiridas, um aspeto muito atrativo. O capital de risco também é um tipo de financiamento que não acarreta encargos fixos, como por exemplo os juros. O que faz com que este aspeto se torne muito atrativo (40%),e, atrativo (40%). Uma percentagem pequena considera-o relativamente atrativo (10%) e nada atrativo (10%).

No que diz respeito ao plano de negócios, é possível verificar que 50% das empresas são da opinião de que a elaboração de um plano de negócios que capte a atenção da entidade investidora em capital de risco é um aspeto muito atrativo. O resultado sugere que o plano de negócios pode não constituir um fator de retração aquando da opção de financiamento.

Quanto às possíveis dificuldades na fase de investimento, 40% das inquiridas consideram que este é um aspeto “nada atrativo”. Contudo, igualmente 40% entende que este aspeto é relativamente atrativo. Apesar de os resultados serem próximos dos esperados, as expectativas recaíam sobre uma percentagem mais significativa de empresas que considerassem as possíveis dificuldades na fase de investimento pouco ou nada atrativas.

Quadro 13 – Aspetos relativos ao Capital de Risco e sua atratividade

Aspetos relativos ao capital de risco						
Grau de atratividade	a)	b)	c)	d)	e)	f)
1	10%	0%	10%	0%	0%	40%
2	20%	0%	0%	10%	0%	20%
3	20%	0%	10%	20%	10%	40%
4	25%	10%	40%	30%	40%	0%
5	25%	90%	40%	40%	50%	0%
Total:	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Legenda:

- a) Reduzidos custos de negociação e projeto.
- b) Não ter que prestar garantia.
- c) Não ter encargos fixos (por exemplo: juros).
- d) Possibilidade de efetuar acordos-parassociais
- e) Elaborar um plano de negócios que capte a atenção da entidade investidora em capital de risco.
- f) Possíveis dificuldades na fase de desinvestimento.

Continuamente, iremos abordar algumas questões relacionadas com os elementos dependentes ao Capital de Risco e sobre o impacto económicos destes instrumentos nas empresas. A classificação utilizada no quadro 16 compreende a escala de 1 a 5, em que 1 significa “discordo totalmente” e 5 significa “concordo absolutamente”.

Quadro 14 – Escala de concordância e seu significado

Opinião	1	2	3	4	5
Significado	Discordo totalmente	Discordo	Não concordo nem discordo	Concordo	Concordo absolutamente

Observando os quadros 14 e 15, é possível analisar que as empresas na sua maioria discordam totalmente que uma empresa apenas deve ser financiada através de Capital de Risco e/ou quando se esgotaram todas as outras possibilidades de financiamento.

Quadro 15 – Opiniões relativas a aspetos conexos com o Capital de Risco

Aspetos conexos com o Capital de Risco							
Grau de concordância	a)	b)	c)	d)	e)	f)	g)
Concordo absolutamente	0%	70%	15%	35%	50%	0%	0%
Concordo	0%	30%	45%	15%	20%	0%	0%
Não concordo nem discordo	0%	0%	20%	20%	20%	0%	0%
Discordo	10%	0%	5%	15%	10%	0%	0%
Discordo totalmente	90%	0%	5%	15%	0%	0%	0%

Legenda:

- a) Uma empresa apenas deve ser financiada através de capital de risco, em *ultima ratio* e/ou quando se esgotaram todas as outras possibilidades de financiamento;
- b) O capital de risco é um instrumento essencial ao desenvolvimento das empresas, sobretudo das PME;
- c) O capital de risco é de difícil acesso;
- d) O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu a internacionalização/ expansão da empresa;
- e) O investimento realizado através de capital de risco permite/ permitiu aumentar o volume de emprego da empresa;
- f) O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu aumentar o volume de vendas;
- g) O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu aumentar o volume de exportações.

O Capital de Risco, enquanto instrumento essencial ao desenvolvimento para as empresas, estas apresentam opiniões com classificação diversificada. Contudo, é possível observar que a maioria (70%) das inquiridas concorda que este é um instrumento essencial.

No que diz respeito à acessibilidade do Capital de Risco, é possível verificar que 45% das inquiridas concorda que é um instrumento de difícil acesso e 15% concorda absolutamente com a afirmação.

Através do quadro 17, não é possível detetar uma maioria de empresas que associe o Capital de Risco a um aumento do volume de vendas e de exportações. Da mesma forma, também não foi possível encontrar uma maioria que se destacasse que considerasse que este instrumento possibilita a internacionalização ou expansão. Apesar disto, deve-se ter em conta que 35% das participadas está absolutamente de acordo que esta fonte de financiamento permite/permitiu a internacionalização ou expansão. É possível destacar a opinião destas empresas, sobretudo, no que diz respeito à empregabilidade. Metade destas concorda absolutamente que o Capital de

Risco permite/permitiu aumentar o volume de emprego, o que se apresenta como um aspeto bastante positivo.

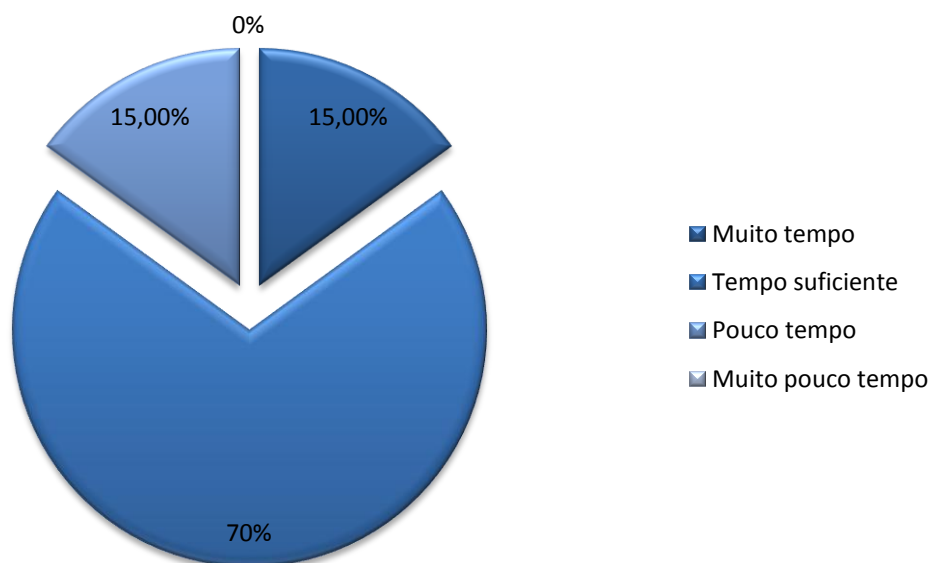
4.1.2. Aspetos jurídicos

No questionário, algumas questões constantes tiveram como intuito compreender a opinião das empresas acerca de alguns aspetos jurídicos do Capital de Risco. Deste modo, solicitou-se o parecer das empresas participadas sobre o tratamento fiscal, o limite de tempo e a percentagem da detenção da participação pelo capitalista de risco.

No que diz respeito ao primeiro ponto, a maioria das empresas (61,54%) respondeu que considera a tributação imposta às SCR, FCR e ICR, adequada a promover o investimento de Capital de Risco numa PME. Apesar disto, uma percentagem significativa (38,46%), entendeu que o tratamento fiscal é desajustado.

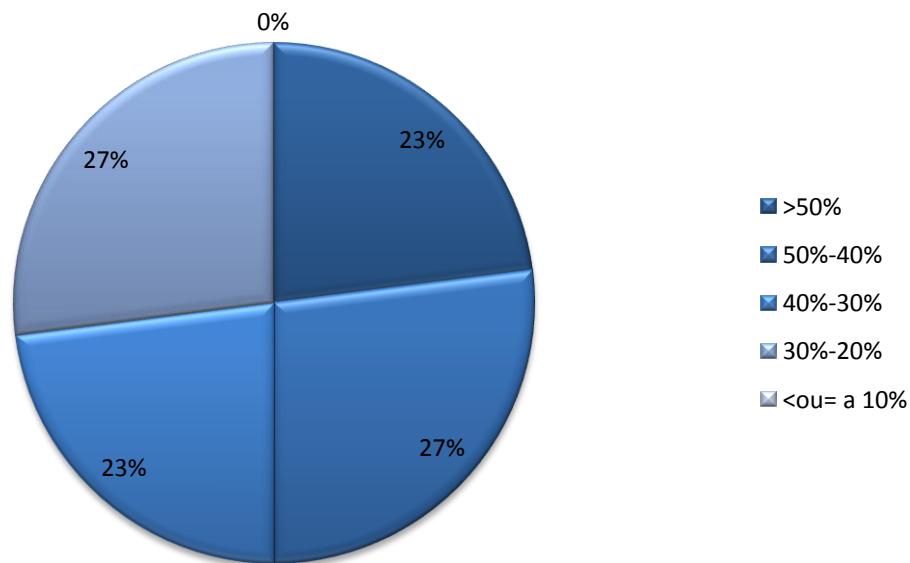
Relativamente ao segundo ponto, foi possível aferir que existe um limite de tempo imposto legalmente, para a detenção da participação no capital. De acordo com a figura 22, é possível analisar que a grande maioria das inquiridas considera que o limite temporal de 10 anos é tempo suficiente para a participação do capitalista de risco no capital da empresa. Assim sendo, os resultados apontam para a possibilidade de o limite temporal não ser considerado com uma menos-valia para as empresas, mas sim uma mais-valia. A imposição legal do tempo limite de detenção, pode então ser considerada como um benefício, na medida em que controla o tempo que o capitalista de risco irá participar no capital da empresa.

Figura 22 – Opinião das empresas sobre o limite temporal de 10 anos



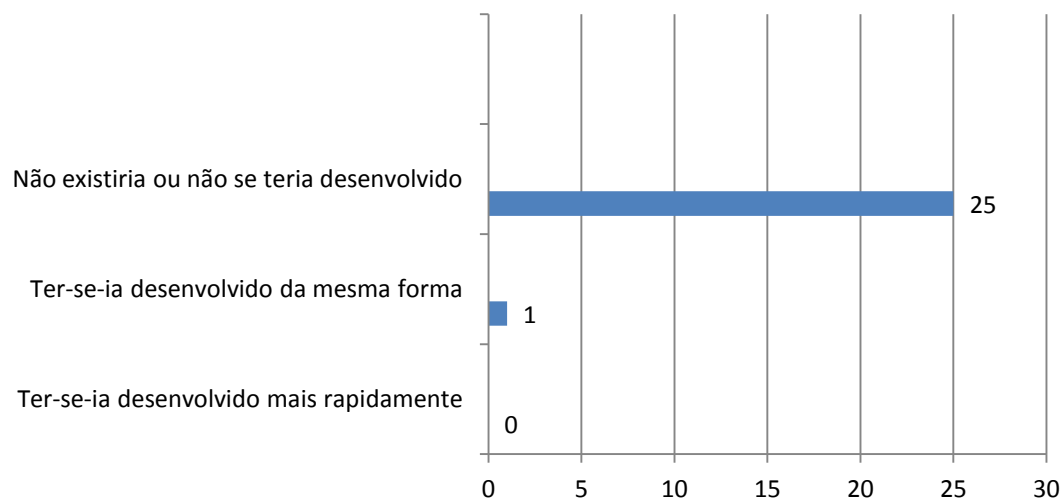
Acerca da percentagem de detenção da participação pelo capitalista de risco, as empresas inquiridas indicaram qual a que considerariam mais adequada. Através da figura 23 é possível observar que a maioria das participadas considera que a percentagem deve ser inferior a 50%. É possível verificar que 27% destas entendem que a percentagem adequada seria entre os 40% e 50%, mas também 27% consideram que deveria ser entre 20% e 30%. Através destes resultados é possível afirmar que, do ponto de vista das empresas, o capitalista de risco não deverá deter uma percentagem maior do que aquela que as empresas possuem no capital próprio. Tendo em conta uma perspetiva de custos e benefícios, os resultados indicam que uma percentagem superior a 50% poderá representar um custo para a empresa. O capitalista de risco participando nos ganhos da empresa, é possível compreender esta situação. Ao participar em mais de 50% no capital da empresa, retirará mais ganhos do que o próprio empreendedor. Verificamos, contudo, que pelo facto da percentagem da detenção da participação não for observada com rigidez, podem se criar condições atrativas para ambas as partes. Neste sentido, a percentagem da detenção da participação poderá revelar-se um benefício para a empresa.

Figura 23 – Opinião das empresas sobre a percentagem da detenção da participação pelo capitalista de risco



Para finalizar, procurámos obter informação acerca de como se encontrariam as empresas inquiridas sem o investimento realizado em Capital de Risco, matéria que se sintetiza na figura 24.

Figura 24 – Situação das empresas inquiridas sem investimento em Capital de Risco



É possível deste modo constatar que a maioria das inquiridas respondeu que sem o recurso ao Capital de Risco a empresa não existiria ou não se teria desenvolvido, tendo apenas uma respondido que se teria desenvolvido da mesma forma. Deste modo, podemos observar que o financiamento através deste instrumento tem auxiliado na criação e desenvolvimento de muitas PME no nosso país.

4.2. Estatística descritiva e correlações

Para a análise estatística e análise de correlação das variáveis dependentes com as independentes iremos recorrer ao programa SPSS versão 22. Numa primeira fase é feita a caracterização estatística de todas as variáveis dependentes e independentes, de seguida é feita a análise de correlação entre as variáveis e, no próximo ponto, será feita a análise da regressão linear simples e múltipla.

As variáveis que iremos utilizar para a nossa análise descritiva estão incluídas nas questões constantes do questionário elaborado e referidas no ponto 2.2.1 desta dissertação.

4.2.1. Caracterização estatística das variáveis

Seguidamente, apresentamos o quadro número 16, onde estão presentes os resultados da média, mediana e desvio-padrão. Desta forma é possível verificar as alterações que existem na distribuição das variáveis.

Quadro 16 – Caracterização estatística das variáveis dependentes e independentes

Variáveis	Média	Mediana	Desvio Padrão	N válido
DESENVOL	2,04	2,00	,196	26
PERCENTAGEM	5,40	3,00	,304	25
RELAÇÃO	1,19	1,00	,402	26
SUCESSO	1,77	2,00	,430	26
ATRATIVIDADE	4,58	5,00	,504	26
TEMPO	1,96	2,00	,528	26
BENEFICIOS	6,82	7,40	,668	26

Fonte: Elaboração própria

Através da observação do quadro acima, se considerarmos os valores da média e mediana, é possível verificar que todos os valores apresentados são muito próximos, indicando que as distribuições podem ser simétricas ou ligeiramente assimétricas. De referir ainda, que na variável BENEFICIOS, verifica-se um ligeiro aumento do valor do desvio-padrão e da média, não sendo no entanto, significativo.

4.2.2. Correlação entre as variáveis

Segundo Maroco (2003), uma correlação mede simplesmente a associação entre variáveis sem qualquer implicação de causa e efeito entre ambas. Os coeficientes de correlação mais utilizados são o coeficiente de correlação de *Pearson* e o coeficiente de correlação de *Spearman* ou *Kendall's tau-b*. O coeficiente de correlação de *Pearson*, representado por r , apresenta, na escala entre -1 e 1, a correlação ou associação entre duas variáveis. O critério para análise dos dados será baseado em Bryman e Cramer (1995), segundo o qual, para valores inferiores a 0,2, a correlação é muito fraca e sem importância; entre 0,2 e 0,39, fraca; entre 0,4 e 0,69, moderada; entre 0,7 e 0,89, forte; e, para valores que se apresentem entre 0,89 e 1, a correlação é considerada muito forte.

O coeficiente de correlação de *Spearman* mede a intensidade da relação entre variáveis ordinais ou quando não têm distribuição normal. Este coeficiente de correlação varia entre -1 e 1. Segundo Pestana e Gageiro (2005), quanto mais próximo estiver de um destes extremos, maior será a associação linear entre as variáveis.

É possível distinguir duas fases de desenvolvimento, uma refere-se à fase de desenvolvimento em que a empresa se encontra aquando do financiamento obtido e a outra, à fase atual em que a empresa se encontra. Assim sendo, na variável DESENVOL que corresponde à fase em que a empresa se encontra no momento do financiamento, as observações foram ordenadas do valor de 1 a 9, sendo que 1 corresponde a “seed capital” e o valor 9 a “outra”.

Através da variável SUCESSO as empresas tinham que atribuir a classificação de “muito bom” que correspondia ao valor 1, a “mau” (valor 4).

Referente à ATRATIVIDADE, as participantes tiveram que optar numa escala de 1 a 5, em que 1 significava “nada atrativo” e 5 significava “muito atrativo”.

Relativamente à variável PERCENTAGEM as inquiridas apenas tinham que colocar o valor da percentagem de Capital de Risco que a respetiva empresa possui.

Referindo a variável TEMPO, as empresas participantes, para o limite temporal de 10 anos, poderiam optar desde “muito pouco tempo” a “muito tempo”.

Para a variável BENEFÍCIOS, as empresas tinham que colocar com uma cruz (x) quais dos seguintes aspetos consideravam como benefícios para a sua empresa: “Traz novos e importantes contatos/relações para a empresa; Reconhecimento de novas oportunidades; Traz novos conhecimentos e experiência; Auxilia na resolução de problemas” e ainda poderiam escrever optar por “Outros”.

Seguidamente, apresentamos no quadro 17, os resultados da análise de correlação entre as variáveis dependentes e independentes.

Quadro 17 – Matriz de correlações

Variáveis	DESENVOL	PERCENT	RELAÇÃO	ATRATIV	TEMPO	SUCESSO	BENEFICIOS
DESENVOL	1,000	,135	,410*	,171	,017	-,365	,179
PERCENT	,135	1,000	-1,77	-,090	,411*	-0,74	,054
RELAÇÃO	,410*	-,177	1,000	,418*	,042	-,428*	,123
ATRATIV	,171	-,090	,418*	1,000	,240	-,284	,012
TEMPO	,017	-,404*	,042	,240	1,000	,133	-,423*
SUCESSO	-,365	-,074	-,428*	-,284	,133	1,000	-,054
BENEFICIOS	,179	,054	,123	,012	-,423*	-,054	1,000

Nota:

*Correlação significativa para um nível de significância 5%.

Através do quadro 19 é possível verificar que a variável RELAÇÃO e DESENVOL apresentam uma correlação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5%. O mesmo acontece entre as variáveis RELAÇÃO e ATRATIVIDADE. A variável TEMPO e PERCENTAGEM apresentam uma correlação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 5%, igualmente como entre a correlação entre as variáveis SUCESSO e RELAÇÃO, TEMPO e BENEFÍCIOS. Os coeficientes de correlação entre as restantes variáveis não se apresentam estatisticamente significativos.

Ainda referente à análise do quadro 19, observa-se um baixo grau de correlação entre as variáveis (coeficientes de correlação estão muito abaixo de 0,7), o que nos indica a ausência de problemas de multicolinearidade.

De modo a confirmar a ausência de multicolinearidade recorreu-se ao Fator de Inflação da Variância – VIF (Variance Inflation Factor) utilizando como variável dependente o grau de sucesso do projeto - SUCESSO. Quando VIF apresenta-se maior que 10, significa que existem problemas com a estimação dos coeficientes de regressão devido à presença de multicolinearidade. Outra medida que se pode utilizar para fazer este diagnóstico através do SPSS é a tolerância (tolerance). Quando esta apresenta valores próximos de 1 significa que existe um baixo grau de multicolinearidade entre as variáveis. Os valores para o teste VIF e a tolerância estão apresentados no quadro 18. É possível verificar que todos os valores do VIF são menores que dez e os valores de tolerância são próximos de um, pelo que podemos concluir que não apresenta problemas de multicolinearidade.

Quadro 18 – Diagnóstico da presença de multicolinearidade

Variáveis	VIF	Tolerância
DESENVOL	1,296	,772
PERCENTAGEM	1,290	,775
RELAÇÃO	1,532	,653
ATRATIVIDADE	1,313	,762
TEMPO	1,543	,648
BENEFÍCIOS	1,281	,781

4.3. Teste das Hipóteses – Análise de regressão

Segundo Maroco (2003), o termo “Análise de Regressão” define um conjunto alargado de técnicas estatísticas utilizadas para modelar relações entre variáveis e pretende predizer o valor de uma ou mais variáveis dependentes a partir de um conjunto de variáveis independentes.

Neste ponto iremos analisar a regressão do grau de atratividade, do grau de sucesso do projeto, da relação entre empreendedor-investidor, do tempo limite para o investimento em Capital de Risco e da percentagem que o capitalista tem na empresa, ambos relativos ao Capital de Risco.

4.3.1. Regressão do grau de atratividade

No presente estudo, as variáveis que utilizamos correspondem à expressão de escalas de preferência, relativamente a questões do inquérito elaborado. Vamos utilizar como variável dependente o grau de atratividade do Capital de Risco enquanto instrumento de financiamento. As empresas participantes atribuíram um valor compreendido na escala entre 1 e 5, em que 1 significa “nada atrativo” e 5 corresponde a “muito atrativo”. As variáveis independentes são seis:

VI1 - Fase de desenvolvimento em que se encontrava a empresa no momento do financiamento – DESENVOL;

VI2 - Relação empreendedor-investidor de Capital de Risco – RELAÇÃO;

VI3 - Grau de sucesso na concretização do projeto – SUCESSO;

VI4 - Percentagem que o capitalista de risco tem na empresa – PERCENTAGEM;

VI5 - Limite de tempo legal – TEMPO;

VI7 - Benefícios provenientes para a empresa com investimento em Capital de Risco – BENEFÍCIOS.

Relativamente à variável independente (RELAÇÃO), os inquiridos posicionavam-se numa escala de 1 a 4, em que 1 significava “Muito Boa” e 4 a “Má”. É esperada uma relação positiva com a variável dependente, pois é expectável que quanto melhor for a relação entre o empresário e o investidor em Capital de Risco, maior será a atratividade deste instrumento financeiro.

Referentes à variável independente (DESENVOL), as empresas participantes indicavam a fase de desenvolvimento em que se encontram. As respostas foram ordenadas desde uma fase de arranque até à fase de maturidade, em que 1 corresponde à primeira fase e 5 à última fase sugerida (manutenção da posição adquirida). Para esta variável esperamos um sinal positivo para a relação, ou seja, quanto menor for a maturidade, mais atrativo deverá ser a opção pelo Capital de Risco.

Para a variável independente PERCENTAGEM, as empresas inquiridas colocaram no local respetivo o valor da percentagem que as suas referidas empresas têm de investimento em Capital de Risco. Para esta, esperamos um sinal negativo para a relação, pois tal como já referido anteriormente, quanto maior a percentagem pertencente ao investidor em Capital de Risco, menor a do empreendedor da empresa.

No que diz respeito à variável SUCESSO, os inquiridos classificavam o grau de sucesso entre “Muito bom” e “Mau”, sendo que a primeira classificação corresponde ao valor 1 e a segunda ao valor 2. Para esta, esperamos uma relação positiva com a variável dependente, pois é fácil compreender que quanto maior for o sucesso do projeto financiado através do Capital de Risco, mais atrativa será esta fonte de financiamento.

Mencionando a variável independente BENEFICIOS, nesta as empresas participantes escolhiam da lista já acima referida de benefícios, quais consideravam verdadeiros para o seu caso específico. Para esta relação esperamos que seja positiva, dado que é espectável que quantos mais benefícios trazem, mais atrativo será o projeto.

Para a última variável TEMPO, que era classificada entre o valor 1 “muito pouco tempo” e 4 “muito tempo”, esperamos que esta relação seja negativa, pois para previsões de tempo muito alargadas, a atratividade não costuma ser positiva.

Seguidamente apresentam-se os resultados de estimação, os quais podem ser observados no quadro 19.

Quadro 19 – Resultados da estimação com a variável dependente: grau de atratividade do Capital de Risco enquanto fonte de financiamento

Variável	Coefficiente estimado	Estatística t
RELAÇÃO	,336	1,103
DESENVOL	,429	,405
PERCENTAGEM	,003	1,312
SUCESSO	-,430	-,419
BENEFICIOS	-,030	-,158
TEMPO	,281	1,297
R2	,415	-
R2 ajustado	,186	-
F	1,378	-

Notas:

i. R2 corresponde ao coeficiente de determinação.

ii. F é a estatística do teste de significância global dos coeficientes de regressão, que possui distribuição *F*-Snedecor.

O coeficiente de determinação (R2) é utilizado para medir a qualidade de ajustamento do modelo de regressão aos dados. O valor do coeficiente de determinação ajustado indica que 18,6% da variabilidade total no grau de atratividade é explicada pelas variáveis independentes presentes no modelo de regressão. Este valor é um indicador importante da boa capacidade do modelo em explicar o grau de atratividade do Capital de Risco na amostra apesar de se tratar de uma baixa percentagem neste caso específico.

Observando os coeficientes de regressão apresentados no quadro 21, verifica-se que:

- A variável **RELAÇÃO** apresenta um coeficiente positivo que corresponde ao esperado. Observa-se que é estatisticamente significativa.
- No que concerne à variável **DESENVOL** esta apresenta-se estatisticamente significativa e o sinal corresponde ao expectável.
- Quanto à variável **PERCENTAGEM** tanto o seu valor esperado como a sua significância estatística não apresentam qualquer relevância.
- Para as variáveis **SUCESSO** e **BENEFICIOS** o sinal não corresponde ao esperado e estatisticamente não é significativa.
- A variável **TEMPO** apresenta-se com o sinal oposto ao esperado mas estatisticamente é significativa.

Após esta análise, podemos indicar que existe uma relação estatística positiva entre as variáveis **ATRATIVIDADE** e **DESENVOL**, as quais estão relacionadas com a nossa **hipótese número 5**: “O Capital de Risco é um instrumento que conduz à reestruturação das Pequenas e Médias Empresas (PME) em Portugal tornando-se cada vez mais atrativo.”, de tal modo que a vamos considerar como válida para o nosso estudo.

4.3.2. Regressão do grau de sucesso na concretização do projeto

Neste ponto que se segue, analisaremos a regressão do grau de sucesso alcançado na concretização do projeto financiado através do Capital de Risco. Todas as variáveis incluídas correspondem à expressão de escalas de preferência relativamente a questões do inquérito. Deste modo, a variável dependente utilizada é **SUCESSO**, à qual foi atribuído o valor 1 à classificação “muito bom” e o valor 4 à classificação “mau”. Através desta análise iremos testar se é possível verificar a **hipótese 2**: “Quanto maior for a percentagem de participação de Capital de Risco no capital social das empresas maior será o seu sucesso, reduzindo a sua mortalidade.” As variáveis independentes utilizadas são as seguintes: **RELAÇÃO**, **DESENVOL**, **PERCENTAGEM**, **ATRATIVIDADE**, **BENEFICIOS** e **TEMPO**. A comparação é feita com todas as

variáveis de modo a podermos confrontar melhor a nossa hipótese. Para a validação desta temos que verificar valores estatísticos significativos entre as variáveis SUCESSO e PERCENTAGEM.

No que toca a todas a estas variáveis, remetemos para o que ficou supra exposto relativamente à ordenação e posicionamento.

No que diz respeito à variável PERCENTAGEM, expectamos uma relação positiva com a variável dependente, apesar de que não esperamos um valor muito elevado pois a percentagem ideal para o capitalista de Risco possuir na empresa está abaixo dos 50% como já vimos anteriormente.

O quadro que se segue descreve os resultados da estimação da variável dependente relativamente às outras variáveis independentes.

Quadro 20 – Resultados da estimação com a variável dependente: grau de sucesso na concretização do projeto financiado através do Capital de Risco

Variável	Coefficiente estimado	Estatística t
RELAÇÃO	-,337	-1,548
DESENVOL	-,380	-,928
PERCENTAGEM	-,006	-,899
ATRATIVIDADE	-,234	-1,419
BENEFICIOS	-,102	-,746
TEMPO	,086	,516
R2	,442	-
R2 ajustado	,256	-
F	2,378	-

Notas:

i. R2 corresponde ao coeficiente de determinação.

ii. F é a estatística do teste de significância global dos coeficientes de regressão, que possui distribuição F-Snedecor.

Através do valor do coeficiente de determinação ajustado, este indica-nos que 25,6% da variabilidade total no grau de sucesso do projeto é explicada pelas variáveis independentes presentes no modelo de regressão acima exposto.

Observando os coeficientes de regressão apresentados no quadro 22, podemos verificar que relativamente à relação com a variável PERCENTAGEM tanto o seu valor esperado como a sua significância estatística não apresentam qualquer relevância. Em suma, apesar das devidas reservas resultantes do pequeno número de observações, os resultados não nos permitem validar a **hipótese 2**.

4.3.3. Regressão do grau de percentagem

Seguidamente, analisaremos a regressão do grau de percentagem. Desta forma, a variável dependente utilizada é PERCENTAGEM. Através dos resultados dos questionários foi possível verificar que as empresas defendem que o capitalista de risco não deverá ter uma percentagem maior do que aquela que o empreendedor possui no capital próprio. As variáveis independentes relacionadas com a variável dependente PERCENTAGEM são as seguintes: RELAÇÃO, DESENVOL, SUCESSO, ATRATIVIDADE, BENEFICIOS e TEMPO. Através desta análise de regressão com a variável TEMPO vamos testar se a **hipótese 3**: “Existe uma relação positiva entre a percentagem de Capital de Risco investido na empresa pelo investidor e o limite de tempo deste investimento.” é válida para o nosso estudo.

O quadro 21 descreve os resultados da estimação da variável dependente PERCENTAGEM relativamente às outras variáveis independentes.

Quadro 21 – Resultados da estimação com a variável dependente percentagem de Capital de Risco investido na empresa empreendedora

Variável	Coefficiente estimado	Estatística t
RELAÇÃO	-10,709	-1,508
DESENVOL	8,583	,638
ATRATIVIDADE	1,754	,312
SUCESSO	-6,735	-,899
BENEFICIOS	-3,546	-,796
TEMPO	8,657	1,722
R2	,258	-
R2 ajustado	0,111	-
F	1,045	-

Notas:

i. R2 corresponde ao coeficiente de determinação.

ii. F é a estatística do teste de significância global dos coeficientes de regressão, que possui distribuição *F*-Snedecor.

Através do valor do coeficiente de determinação ajustado é possível verificar que 11% da variabilidade total no grau de percentagem é constituída pelas variáveis independentes presentes neste modelo de regressão. Observando o coeficiente de regressão da variável TEMPO, apresentado no quadro 23, é possível verificar que existe uma relação estatística positiva entre esta variável e a variável dependente PERCENTAGEM, de tal modo que podemos considerar a **hipótese 3** como verdadeira.

4.3.4. Regressão do grau temporal da detenção de capital por parte do capitalista

Neste ponto examinaremos a regressão do grau do tempo legal de 10 anos para a detenção por parte do capitalista de risco na empresa empreendedora. O que significa que a variável dependente utilizada será TEMPO e as variáveis independentes serão: RELAÇÃO, DESENVOL, ATRATIVIDADE, BENEFICIOS, SUCESSO e PERCENTAGEM. Com esta análise de regressão com a variável independente BENEFICIOS pretendemos verificar se é possível validar a **hipótese 4**: “Existe uma relação negativa entre o limite de tempo imposto

legalmente para a participação de Capital de Risco na empresa e os benefícios que advém deste investimento.”

O quadro que se segue descreve os resultados da estimação da variável dependente TEMPO relativamente às outras variáveis independentes.

Quadro 22 – Resultados da estimação com a variável dependente tempo de detenção de capital por parte do capitalista de risco

Variável	Coefficiente estimado	Estatística t
RELAÇÃO	-,163	-,501
DESENVOL	,431	,740
ATRATIVIDADE	,304	1,297
SUCESSO	,170	,516
BENEFICIOS	-,332	-1,384
PERCENTAGEM	-,016	-1,722
R2	,361	-
R2 ajustado	,248	-
F	1,697	-

Notas:

i. R2 corresponde ao coeficiente de determinação.

ii. F é a estatística do teste de significância global dos coeficientes de regressão, que possui distribuição F-Snedecor.

A capacidade explicativa deste modelo conclui que 24,8% da proporção da variabilidade é explicada pelas variáveis independentes deste modelo, sendo considerado um ajustamento razoável.

Analisando os coeficientes de regressão apresentados no quadro 24, podemos verificar que relativamente à relação com a variável BENEFICIOS não temos resultados que nos permitam validar a hipótese 4 que tentava perceber se existe uma relação inversa entre o limite de tempo imposto legalmente de 10 anos para a detenção pela parte do capitalista de risco e os benefícios que tal traria para a empresa empreendedora.

4.3.5. Regressão do grau de relação empreendedor-investidor

Por fim, neste ponto, analisaremos a regressão do grau de relação entre o empreendedor e o investidor. A variável dependente que utilizamos é a **RELAÇÃO** e as variáveis independentes serão: **DESENVOL**, **ATRATIVIDADE**, **BENEFICIOS**, **SUCESSO**, **TEMPO** e **PERCENTAGEM**. Através desta análise de regressão desejamos compreender se é possível validar a **hipótese 1:** “Na gestão de empresas que recorrem ao Capital de Risco, havendo uma relação mais pró-ativa entre investidor e empreendedor, contribui positivamente para a performance das empresas.”

O quadro 23 descreve os resultados da estimação da variável dependente **RELAÇÃO** relativamente às outras variáveis independentes.

Quadro 23 – Resultados da estimação com a variável dependente relação entre o empreendedor e o capitalista de risco

Variável	Coefficiente estimado	Estatística t
TEMPO	-,084	-,501
DESENVOL	,812	1,326
ATRATIVIDADE	,188	1,103
SUCESSO	-,348	-1,548
BENEFICIOS	-,059	-,415
PERCENTAGEM	-,010	-,149
R2	,424	-
R2 ajustado	,232	-
F	2,209	-

i. R2 corresponde ao coeficiente de determinação.

ii. F é a estatística do teste de significância global dos coeficientes de regressão, que possui distribuição *F*-Snedecor.

Analisando o valor do coeficiente de determinação ajustado é possível verificar que 23,2% da variabilidade total no grau de relação entre empreendedor-investidor é constituída pelas variáveis independentes presentes neste modelo de regressão. Observando o coeficiente de regressão da variável **DESENVOL**, apresentado no quadro 23, é possível verificar que existe uma relação estatística positiva entre esta variável e a variável dependente **RELAÇÃO**, de

tal modo que podemos considerar a **hipótese 1** como válida para o nosso estudo.

4.4. Resumo da análise dos resultados da estimação das Regressões

Quadro 24 – Resumo da análise dos resultados da estimação das regressões

V. Dependente	V. Independente	Coeficiente	R2	Hipótese	Conclusão
RELAÇÃO	DESENVOL	,812 O coeficiente é estatisticamente positivo.	,232 A capacidade estatística do modelo conclui que 23,2% da proporção da variabilidade total é explicada pelo modelo.	1	Válida
SUCESSO	PERCENTAGEM	-,006 O coeficiente é estatisticamente negativo.	,256 A capacidade estatística do modelo conclui que 25,6% da proporção da variabilidade total é explicada pelo modelo.	2	Inválida
PERCENTAGEM	TEMPO	8,657 O coeficiente é estatisticamente positivo.	,111 A capacidade estatística do modelo conclui que	3	Válida

			11,1% da proporção da variabilidade total é explicada pelo modelo.		
TEMPO	BENEFICIOS	-,332 O coeficiente é estatisticamente negativo.	,248 A capacidade estatística do modelo conclui que 24,8% da proporção da variabilidade total é explicada pelo modelo.	4	Inválida
ATRATIVIDADE	DESENVOL	,429 O coeficiente é estatisticamente positivo.	,186 A capacidade estatística do modelo conclui que 18,6% da proporção da variabilidade total é explicada pelo modelo.	5	Válida

Fonte: Elaboração Própria

5. Conclusões

5.1 Discussão e implicações para a teoria

O trabalho realizado teve como principal objetivo estudar o impacto que o investimento em Capital de Risco tem nas empresas portuguesas. Investigada a informação recolhida através de questionários e das respetivas análises, efetuamos no presente ponto uma súmula dos principais resultados e das principais características das empresas portuguesas que recorreram ao Capital de Risco.

Desde logo, verificámos que é característico destas empresas a sua atuação em sectores inovadores de elevada tecnologia e de grande risco.

Os dados obtidos permitem averiguar que o Capital de Risco está vocacionado, na sua maioria, para as empresas pequenas e médias empresas (PME), com destaque para as microempresas.

No que diz respeito à fase de desenvolvimento em que as empresas inquiridas se encontram atualmente, os dados obtidos posicionam-nas em estádios iniciais de desenvolvimento, como a fase de arranque. Tal é presumível, dado que são as empresas mais jovens que apresentam maiores dificuldades ao nível do suporte financeiro, pela instabilidade e fragilidade da sua estrutura financeira.

Relativamente ao grau de inovação tecnológica das empresas, os resultados são explícitos. É possível constatar que as empresas que recorreram ao Capital de Risco apresentam, de uma forma geral, um grau de inovação tecnológica muito bom. Tal também não nos surpreende, uma vez que este tipo de empresas pertence a sectores de atividade que possuem uma estrutura tecnológica inovadora. Desta forma, o Capital de Risco demonstra estar vocacionado para este tipo de empresas.

Considerando os aspetos jurídicos acerca do Capital de Risco, observámos que a maioria das empresas que recorreu a este instrumento considerou o tratamento fiscal das entidades de Capital de Risco adequado. Relativamente

ao limite de tempo legalmente imposto de 10 anos, para a participação do capitalista de risco no capital da empresa, revelou-se igualmente adequado. Quanto à percentagem de detenção da participação do capitalista de risco na empresa, constata-se que, na maior parte dos casos, esta é superior a 50%. Para o empreendedor da empresa este factor poderá considerar-se um custo, ficando impedido de usufruir da maior parte dos lucros da empresa.

No que concerne à participação da entidade investidora, nos ganhos, nas perdas e no risco, as empresas inquiridas consideraram que a entidade de Capital de Risco, assumiu parcialmente o risco. Desta forma, verificou-se que as empresas que recorreram ao Capital de Risco entenderam que o capitalista de risco participa quer nas perdas quer nos ganhos. Sendo que, nenhuma das empresas participantes neste estudo revelaram, de forma clara, que consideram a respetiva entidade financeira como um verdadeiro parceiro de negócios. Dados estes resultados, seria útil analisar, no futuro, quais as motivações que levam as empresas a não terem esta consideração pelos capitalistas de risco.

No que diz respeito ao grau de atratividade do investimento através deste tipo de financiamento, constatamos que este foi classificado como “muito atrativo” na sua grande maioria. Os aspetos que as empresas consideraram mais atrativos foram o facto de não terem que prestar garantias, nem encargos fixos e o facto de ser necessário elaborar um plano de negócios que capte a atenção da entidade investidora. O aspeto menos atrativo revelado baseou-se nas possíveis dificuldades na fase desinvestimento.

Referindo o grau de sucesso na concretização do projeto, foi possível constatar que a maioria das empresas que recorreram ao Capital de Risco classificaram-no como “bom”.

Por fim, foi possível verificar, que o Capital de Risco é uma fonte de financiamento vital para as empresas que recorreram a este, pois de outra forma não existiriam.

5.2. Implicações para a gestão

Foi possível averiguar que as empresas que optam pelo investimento em Capital de Risco podem beneficiar da experiência e dos conhecimentos acerca dos negócios que o capitalista de risco contém. Segundo Ueda (2002), a intervenção do investidor pode ser útil, na medida em que este pode ajudar a solucionar problemas e a concluir projetos. O que é muito vantajoso para as empresas, pois ao longo do investimento proporcionado nestas é igualmente travado um apoio essencial seu êxito.

Brandão (2005) sustenta que assumindo uma atitude *hands-on*, o investidor está mais próximo da empresa, podendo participar mais ativamente na sua gestão e monitorizando-a tecnologicamente. Isto é, existe um envolvimento intenso dos agentes de Capital de Risco na gestão das empresas durante todo o processo de investimento, sendo possível identificar várias contribuições desde a monitorização e aconselhamento, à contribuição na definição da estratégia de negócio a seguir, ao aconselhamento financeiro, entre outros.

Através da nossa análise, foi possível apurar estes mesmos resultados, todas as empresas inquiridas consideram esta relação empreendedor-investidor muito importante para a sua *performance* e sobrevivência, na medida em que grande parte das inquiridas entende que o capitalista de risco traz vantagens tais como: novos conhecimentos e experiência, importa novos e importantes contatos e futuras relações para a empresa permitindo o reconhecimento de novas oportunidades e crescimento. Em menor percentagem, as empresas consideram que auxilia na resolução de problemas difíceis.

5.3. Limitações e Futuras Investigações

Uma das limitações deste trabalho prende-se com o reduzido número de empresas da amostra.

Seria interessante a realização de um estudo que captasse uma amostra superior e que estudasse mais detalhadamente os benefícios que este instrumento financeiro tem para as empresas portuguesas que a ele recorrem.

Seria igualmente vantajoso analisar no futuro, a razão pelo qual as empresas não consideram o investidor em Capital de Risco como um verdadeiro parceiro de negócio.

Referências Bibliográficas

Acharya, Viral; Kehoe, Conor; Reyner, Michael (2008). *Private Equity vs PLC Boards in the UK: A Comparison of Practices and Effectiveness*, ECGI Working Paper Series in Finance, working paper 233/2009.

Arthurs, Jonathan; Busenitz, Lowell (2006), *Dynamic Capabilities and Venture Performance: The Effects of Venture Capitalists*, Journal of Business Venturing, 21 (2), pp.195-215.

Appolinário, Fábio (2007). *Dicionário de metodologia científica: um guia para a produção do conhecimento científico*. São Paulo: Atlas.

Banha, F. (2005). *Capital de Risco em Portugal*. Lisboa: Editora Bertrand.

Baeyens, Katleen; Manigart, Sophie (2006). *Who Gets Private Equity? The Role of Debt Capacity, Growth and Intangible Assets*, working paper 06/368, Gent Belgium, Ghent University.

Berger, A.; Udell, G. (1998). *The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*, Journal of Banking & Finance, Vol. 22, pp. 613-673.

Brandão, Pedro Miguel (2005). *A saída em capital de risco: uma abordagem para as economias com mercados de capitais ilíquidos*, Dissertação de Mestrado, FEP.

Bryman, Alan; Cramer, Duncan (1995). *Quantitative Data Analysis for Social Scientists*. Routledge: London.

Black, Bernard; Gilson, Ronald (1998), *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets*. Journal of Finance Economics, pp.243- 277.

Cochrane, J. (2001), *The Risk and Return of Venture Capital*, National Bureau of Economic Research (NBER).

Correia, Maria; Armada, Manuel (2007), *Sobre a Identificação dos Factores de Seleção, das Formas de Intervenção e o Contributo das Sociedades de Capital de Risco em Portugal*. Conocimiento, Innovación y Empreendedores: Camino al Futuro, Universidade de La Rioja, pp.975-988.

Coyle, Brian (2000). *Venture Capital & Buyouts*. Chicago, Fitzroy Dearborn Publishers.

Ferreira, Rui (2003). *Impacto da Participação do Capital de Risco na Rentabilidade das Empresas*. Dissertação de Mestrado em Finanças, Lisboa, Universidade Católica Portuguesa.

Florin, Juan (2005), *Is Venture Capital Worth It? Effects on firm performance and founder returns*. Journal of Business Venturing, 20, p. 113-135.

Gompers, P.; Kovner, A.; Lerner, J.; Scharfstein, D. (2008), *Venture Capital Investment Cycles: The impact of Public Markets*. Journal of Financial Economics, Vol. 87, 1-23.

Hill, Manuela Magalhães; Hill, Andrew (2000). *Investigação por questionário*, Lisboa: Edições Sílabo.

Hsu, D. (2004): *What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?*. Journal of Finance, August.

Kaplan, Steven N.; Stromberg, Per J. (2001). *Venture Capitalists as Principals: Contracting, screening and monitoring*. American Economic Review 91:2, 426-430.

Kaplan, Steven; Stromberg, Per J. (2002). *Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capital Analyses*. National Bureau of Economic Research, NBER working paper 8764.

Kortum, Samuel; Lerner, Josh (2000). *Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation*. RAND Journal of Economics, 31 (4), 674-692.

Ljungqvist, A.; Richardson, M. (2003). *The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity*. NYU, Finance Working Paper No. 03-001.

Maroco, João (2003). *Análise Estatística: com utilização do SPSS*. Edições Sílabo, 2.o Edição revista e corrigida.

Martínez, Soares (2001). *Introdução a um ensino sobre estatísticas económicas*. 5ª ed. (reimpressão), Coimbra, Almedina, p.104.

Pestana, Maria H.; Gageiro, João N. (2005). *Análise de dados para ciências sociais. A complementaridade do SPSS*. Edições Sílabo, 4.a Edição, revista e aumentada.

Pinto, Luciane (1997). *Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O caso da Contect*. Revista do Banco Nacional de Desenvolvimento Económico e Social, Nº7.

Powell, Walter; Kenneth, Koput; Bowie, James; Smith-Doerr, Laurel (2002). *The Spatial Clustering of Science and Capital: Accounting for Biotech Firm-Venture Capital Relationships*. Regional Studies, 36 (3), pp.291-305.

Pozen, Robert (2007). *If Private Equity sized up your Business*. Harvard Business Review, R0711D.

Reis, Elizabeth (2005). *Estatística Descritiva*. Lisboa: Edições Sílabo. p. 185.

Ribeiro, Leonardo (2007). *High Growth SMES and the Availability of Private Equity and Venture Capital in Brazil*. Working Paper, Private Equity and Venture Capital Research – Fundação Getúlio Vargas.

Sahlman, William (1990). *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*. Journal of Financial Economics, 27 (2), pp.473-521.

Santos, Everett (2003). *Venture Capital- An Option for Financing Latin America's SME's*. Industry Studies of the Latin American Venture Capital Association.

Sapienza, Harry; Manigart, Sophie; Vermeir, Wim (1996). *Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries*. Journal of Business Venturing, 11 (6), pp.439-469.

Stubner, Stephan; Wulf, Torsten; Hungenberg, Harald (2007). *Management Support and the Performance of Entrepreneurial Start-ups: An Empirical Analysis of Newly founded Companies in Germany*. Schmalenbach Business Review, 59 (2), pp.138-159.

Ueda, Masako (2002). *Banks versus Venture Capital*. Journal of Finance.

Von, Burg; Kenney, Martin (2000). *Venture Capital and the Birth of the Local Area Networking Industry*. Research Policy, 29 (9), pp.1135-1155.

Legislação:

- DECRETO-LEI N.º 17/86, D.R. I Série (05.02.86).
- DECRETO-LEI N.º 433/91, D. R. I Série -A 256/91 (8.11.1991).
- DECRETO-LEI N.º 187/91, D. R. Série I-A 113/91 (17-05-1991).
- DECRETO-LEI N.º 214/92, D.R. I Série –A 236/92 (13-10-92).
- DECRETO-LEI N.º 58/99, D.R. I Série -A 51/99 /02.03.99).

Webgrafia

Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento (2014), *A Atividade de Capital de Risco em Portugal em 2013*. [consult. Setembro 2014] Disponível em www.apcri.pt.

APCRI, *Newsletters*, N.º IX, Abril, 2011, [consult. Setembro 2014] Disponível em www.apcri.pt.

APCRI, *Anuário 2008/2009*. Disponível em www.apcri.pt.

APCRI, *Estudo para avaliação do impacto económico do capital de risco em Portugal*, 2009. [consult. Outubro 2014] Disponível em WWW:URL:http://www.apcri.pt/sites/default/files/APCRI_relatorio_09.pdf.

CMVM (2007). *Relatório Sobre a Atividade de Capital de Risco em Portugal*. [consult. Outubro 2014] Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20081117g1.aspx>.

EVCA (2014). *European Private Equity & Venture Capital Association, Yearbook*. [consult. Novembro 2014] Disponível em <http://www.evca.eu/research/>.

Ernst & Young (2009). *How do Private Equity Investors Create Value? A study of 2009 European exits. Beyond the Bears*. [consult. Novembro 2014] Disponível em <http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY>.

Faria, Ana Rita (2010). *Capital de risco gera o equivalente a dois por cento do PIB*. Público. Disponível em <http://www.publico.pt>.

IAPMEI (2008). *Sobre as PME em Portugal*. [consult. Janeiro 2015] Disponível em <http://www.iapmei.pt>.

IAPMEI (2015). *Guia Prático do Capital de Risco*. [consult. Dezembro 2014] Disponível em <http://www.iapmei.pt/resources/download/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf>.

Portugal Ventures (2015). [consult. Março 2015] Informação disponível em <http://www.portugalventures.pt/>.

Anexos

Anexo A – Questionário

Questionário:

CAPITAL DE RISCO – ANÁLISE DO IMPACTO DA PARTICIPAÇÃO DO CAPITAL DE RISCO NAS EMPRESAS PORTUGUESAS

Mestrado em Gestão Financeira

Instituto Superior de Gestão

Informações de preenchimento:

- Este questionário é composto por duas partes. A primeira refere-se à caracterização geral da empresa, a segunda a questões relativas ao investimento em Capital de Risco.
- Comece, por favor, por preencher a primeira parte. A maioria das perguntas é assinalada com uma cruz (x) no local apropriado. Se o espaço disponibilizado não for suficiente, poderá acrescentar linhas. Se pretender não responder a alguma pergunta, por favor, indique se possível o motivo, junto à respectiva pergunta.
- Este questionário será tratado de forma absolutamente confidencial.
- Se o questionário originar qualquer dúvida, coloque-me à disposição para o seu esclarecimento através do endereço de correio electrónico: isg.questionario@gmail.com

Parte I – Caracterização geral da empresa

1. Firma/Denominação social (facultativo): _____

Email _____ website _____

2. Tipo de Sociedade de Capital de Risco:

Sociedade em Nome Coletivo (SENC)	
Sociedade por Quotas (S.Q.)	
Sociedade Anónima (S.A.)	
Sociedade em Comandita Simples	
Sociedade em Comandita por Ações	
Outra: _____	

3. Data de Constituição: _____

4. Concelho: _____

5. Classificação da atividade económica:

Agricultura, produção animal, caça, pesca	
Indústria extrativa	
Indústria transformadora	
Eletricidade, gás, água	
Captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição	
Construção	
Comércio por grosso e retalho, reparação de veículos automóveis e motociclos	
Transporte e armazenagem	
Alojamento, restauração e similares	
Atividades de informação e comunicação	
Atividades financeiras e de seguros	
Atividades imobiliárias	
Outra: _____	

6. Volume de negócios anual da sua empresa:

Inferior a 2 milhões de euros	
Entre 2 a 10 milhões de euros	
Entre 10 a 50 milhões de euros	
Superior a 50 milhões de euros	

7. Número de empregados na sua empresa:

Inferior a 10	
Entre 10 a 50	
Entre 50 a 250	
Superior a 250	

8. Estádio de desenvolvimento em que a empresa se encontra atualmente:

Arranque	
Crescimento	
Expansão	
Maturidade/Consolidação	
Manutenção da posição adquirida	

9. Classifique o grau de Inovação Tecnológica da sua empresa, de 1 a 5, em que 5 significa Muito Bom e 1 significa Muito Mau.

1	2	3	4	5
Muito Mau				Muito Bom

Parte II – Capital de Risco

1. Em que fase de desenvolvimento a sua empresa se encontrava quando se realizou o investimento em capital de risco?

Seed Capital	
Start-up	
Other early stage	
Expansão	
Replacement equity	
Management Buy-out	
Management Buy-in	
Outro: _____	

2. Qual a percentagem de Capital de Risco que possui na sua empresa? _____ %.

3. Qual a percentagem de Capital que a entidade investidora em Capital de Risco possui na sua empresa? _____ %.

4. A entidade investidora em Capital de Risco (capitalista de risco), no que toca à gestão da sua empresa, tem uma atitude:

Hands-On	
Hands-Off	

(Se respondeu *hands-on*, por favor responda às perguntas seguintes. Se respondeu *hands-off*, passe à pergunta 7.)

5. Considera que a atitude *hands-on* do capitalista de risco trouxe melhorias significativas para a *performance* da sua empresa?

Sim	
Não	

6. Classifique, de 1 a 5, o grau de importância da não participação na gerência da empresa por parte do investidor em Capital de Risco, tendo em conta o desempenho deste:

(Classificação de 1 a 5, sendo que 1 significa nada importante e 5 significa muito importante. Coloque uma cruz (x) no local apropriado.)

1 Nada Importante	2	3	4	5 Muito Importante

7. Classifique a relação empreendedor-investidor de Capital de Risco, colocando uma cruz (x), no local apropriado.

Muito Boa	
Boa	
Razoável	
Má	

8. Quais os custos e/ou benefícios para a sua empresa, que considera que advêm dessa relação?

Custos	
Torna mais difícil a tomada de decisão.	
Torna morosa a tomada de decisão.	
Perda de autonomia na direção ou gestão da empresa.	
Impossibilidade de usufruir da totalidade dos ganhos da empresa.	
Outros: _____	

Benefícios	
Traz novos e importantes contatos/relações para a empresa.	
Reconhecimento de novas oportunidades.	
Traz novos conhecimentos e experiência.	
Auxilia na resolução de problemas.	
Outros: _____	

9. Como considera o investidor de Capital de Risco?

Assume a totalidade do risco.	
Assume parcialmente o risco.	
Não assume o risco.	

	Sim	Não
Participa nas perdas.		
Participa nos ganhos.		
É um verdadeiro parceiro de negócios.		

10. Classifique o grau de sucesso de concretização do seu projeto financiado através do Capital de Risco.

Muito Bom	
Bom	
Razoável	
Mau	

11. Classifique, de 1 a 5, o grau de atratividade que considera que o Capital de Risco tem, enquanto fonte de financiamento para as PME.

(Classificação de 1 a 5, em que 1 significa Nada Atrativo e 5 significa Muito Atrativo.

Coloque uma cruz (x) no local apropriado.)

1 Nada Atrativo	2	3	4	5 Muito Atrativo

12. Classifique, de 1 a 5, os seguintes aspetos relativos ao Capital de Risco.

(Classificação de 1 a 5, em que 1 significa Nada Atrativo e 5 significa Muito Atrativo.

Coloque em cada quadrícula o número da classificação pretendida.)

Custos de negociação e implementação do projeto reduzidos.	
Sem necessidade de prestar garantias.	
Não tem encargos fixos (por exemplo:juros).	
Possibilidade de efetuar acordos parassociais / Acordar termos e condições.	
Elaborar um Plano de Negócios que capte a atenção da entidade investidora em Capital de Risco.	
Possíveis dificuldades na fase de desinvestimento.	

13. Das seguintes afirmações, classifique-as de 1 a 5.

(Classificação de 1 a 5, em que 1 significa discordo totalmente e 5 significa concordo absolutamente.

Coloque em cada quadrícula o número da classificação pretendida.)

Uma empresa apenas deve ser financiada através de capital de risco, em última opção e/ou quando se esgotaram todas as outras possibilidades de financiamento.	
O capital de risco é um instrumento essencial ao desenvolvimento das empresas, sobretudo das PME.	
O capital de risco é de difícil acesso.	
O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu a internacionalização/ expansão da empresa.	
O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu aumentar o volume de emprego da empresa.	
O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu aumentar o volume de vendas.	
O investimento realizado através de capital de risco permite/permitiu aumentar o volume de exportações.	

14. Considera que a tributação imposta às SCR, FCR e ICR é adequada para promover o investimento de capital de risco numa PME?

Sim	
Não	

15. Considera que o limite temporal (10 anos) da detenção de capital por parte do Capitalista de Risco é:

Muito Tempo	
Tempo Suficiente	
Pouco Tempo	
Muito Pouco Tempo	

16. Considera que a percentagem da detenção da participação por parte do capitalista de risco deveria ser:

Superior a 50%	
Entre 50% - 40%	
Entre 40% - 30%	
Entre 30% - 20%	
Igual ou inferior a 10%	

17. Na sua opinião, sem o investimento realizado em capital de risco, a sua empresa:

Ter-se-ia desenvolvido mais rapidamente.	
Ter-se-ia desenvolvido da mesma forma.	
Não existiria ou não se teria desenvolvido.	

FIM DO QUESTIONÁRIO. OBRIGADA PELA SUA COLABORAÇÃO!

Anexo B – Email enviado às empresas

Assunto: Participação num estudo acerca do impacto do Capital de Risco nas empresas portuguesas, no âmbito de tese de Mestrado Gestão Financeira.

No âmbito da elaboração de uma dissertação de Mestrado em Gestão Financeira, pelo Instituto Superior de Gestão, sob a orientação da Doutora Helena Santos Curto, Professora Associada do ISG, estamos a efetuar um estudo sobre o impacto do Capital de Risco, para as empresas portuguesas por este financiado. Com este trabalho pretendemos investigar a óptica das empresas nacionais nesta temática, avaliar o impacto que este tipo de financiamento tem nas empresas portuguesas e analisar, numa perspetiva qualitativa, os custos e os benefícios inerentes a este instrumento financeiro. Apresentamos como objetivos específicos:

- Investigar de que modo, o investimento em Capital de Risco, contribui para as empresas mais novas e de menor dimensão, desenvolverem estratégias de inovação e diferenciação, de crescimento e de internacionalização;
- Estudar como o recurso ao Capital de Risco melhora a competitividade e a produtividade de empresas com potencial valorização, através do seu robustecimento financeiro.
- Recolher sugestões para o melhoramento do enquadramento legal, fiscal e regulatório do Capital de Risco em Portugal.

Deste modo solicito a sua colaboração no preenchimento do questionário que segue em anexo. A sua participação é essencial, para analisarmos a incidência deste instrumento, bem como o seu acesso e atratividade, que possui para as empresas em Portugal.

Todas as informações constantes do questionário são confidenciais e apenas utilizadas para fins académicos.

O questionário, devidamente preenchido e respondido, deve ser enviado assim que possível. Para o efeito, poderá anexá-lo como resposta para o seguinte email: isg.questionario@gmail.com.

Caso necessite de esclarecer qualquer dúvida que surja no preenchimento do questionário, poderá fazê-lo através do contato de correio electrónico acima transcrito.

Grata pela sua colaboração.

Com os melhores cumprimentos,

Anexo C

Dados SPSS: Valores regressão entre variáveis e coeficientes de correlação

VARIÁVEL DEPENDENTE RELAÇÃO

Correlações

		RELAÇÃO	DESENVOL	PERCENTAGEM	SUCESSO	ATRATIVIDADE	BENEFICIOS	TEMPO
Correlação de Pearson	RELAÇÃO	1,000	,812	-,010	-,348	,188	-,059	-,084
	DESENVOL	,812	1,000	,065	-,408	,167	,180	,015
	PERCENTAGEM	-,010	,065	1,000	-,160	-,043	,036	-,361
	SUCESSO	-,348	-,408	-,160	1,000	-,408	-,235	,152
	ATRATIVIDADE	,188	,167	-,043	-,408	1,000	-,073	,248
	BENEFICIOS	-,059	,180	,036	-,235	-,073	1,000	-,407
	TEMPO	-,084	,015	-,361	,152	,248	-,407	1,000

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Estatísticas de mudança				
					Alteração de R quadrado	Alteração F	df1	df2	Sig. Alteração F
1	,651 ^a	,424	,232	,358	,424	2,209	6	18	,090

a. Preditores: (Constante), Considera o limite temporal 10 anos da detenção de capital por parte do capitalista, Fase de desenvolvimento em que a empresa se encontrava quando realizou investimento em capital de risco, Classifique o grau de atratividade do capital de risco, Qual a percentagem de capital de risco que possui na sua empresa, Benefícios (5 subvariáveis), Classifique grau de sucesso da concretização do seu projeto financiado através do capital de risco

Coeficientes^a

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(Constante)	,812	1,802		,451	,658
	DESENVOL	,539	,406	,264	1,326	,201
	PERCENTAGEM	-,010	,007	-,295	-,149	,149
	SUCESSO	-,348	,225	-,348	-1,548	,139
	ATRATIVIDADE	,188	,171	,231	1,103	,285
	BENEFICIOS	-,059	,141	-,085	-,415	,683
	TEMPO	-,084	,169	-,111	-,501	,622

a. Variável Dependente: Classifique a relação empreendedor-investidor

VARIAVEL DEPENDENTE SUCESSO

Correlações

		SUCESSO	DESENVOL	PERCENTAGEM	ATRATIVIDADE	BENEFICIOS	TEMPO	RELAÇÃO
Correlação de Pearson	SUCESSO	1,000	-,380	-,006	-,234	-,102	,086	-,337
	DESENVOL	-,380	1,000	,065	,167	,180	,015	,408
	PERCENTAGEM	-,006	,065	1,000	-,043	,036	-,361	-,195
	ATRATIVIDADE	-,234	,167	-,043	1,000	-,073	,248	,408
	BENEFICIOS	-,102	,180	,036	-,073	1,000	-,407	,062
	TEMPO	,086	,015	-,361	,248	-,407	1,000	,038
	RELAÇÃO	-,337	,408	-,195	,408	,062	,038	1,000

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Estatísticas de mudança				
					Alteração de R quadrado	Alteração F	df1	df2	Sig. Alteração F
1	,665 ^a	,442	,256	,352	,442	2,378	6	18	,072

a. Preditores: (Constante), Classifique a relação empreendedor-investidor, Considera o limite temporal 10 anos da detenção de capital por parte do capitalista, Qual a percentagem de capital de risco que possui na sua empresa, Benefícios (5 subvariáveis), Fase de desenvolvimento em que a empresa se encontrava quando realizou investimento em capital de risco, Classifique o grau de atratividade do capital de risco

Coeficientes^a

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(Constante)	4,825	1,374		3,513	,002
	DESENVOL	-,380	,409	-,186	-,928	,365
	PERCENTAGEM	-,006	,007	-,180	-,899	,381
	ATRATIVIDADE	-,234	,165	-,286	-1,419	,173
	BENEFICIOS	-,102	,137	-,149	-,746	,466
	TEMPO	,086	,166	,113	,516	,612
	RELAÇÃO	-,337	,218	-,337	-1,548	,139

a. Variável Dependente: Classifique grau de sucesso da concretização do seu projeto financiado através do capital de risco

VARIÁVEL DEPENDENTE PERCENTAGEM

Correlações

		PERCENTAGEM	DESENVOL	ATRATIVIDADE	BENEFICIOS	TEMPO	RELAÇÃO	SUCESSO
Correlação de Pearson	PERCENTAGEM	1,000	5,583	1,754	-3,546	8,657	-10,709	-6,735
	DESENVOL	8,583	1,000	,167	,180	,015	,408	-,408
	ATRATIVIDADE	1,754	,167	1,000	-,073	,248	,408	-,408
	BENEFICIOS	-3,546	,180	-,073	1,000	-,407	,062	-,235
	TEMPO	8,657	,015	,248	-,407	1,000	,038	,152
	RELAÇÃO	-10,709	,408	,408	,062	,038	1,000	-,500
	SUCESSO	-6,735	-,408	-,408	-,235	,152	-,500	1,000

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Estatísticas de mudança				
					Alteração de R quadrado	Alteração F	df1	df2	Sig. Alteração F
1	,508 ^a	,258	,011	11,440	,258	1,045	6	18	,430

a. Preditores: (Constante), Classifique grau de sucesso da concretização do seu projeto financiado através do capital de risco, Considera o limite temporal 10 anos da detenção de capital por parte do capitalista, Fase de desenvolvimento em que a empresa se encontrava quando realizou investimento em capital de risco, Benefícios (5 subvariáveis), Classifique o grau de atratividade do capital de risco, Classifique a relação empreendedor-investidor

Coeficientes^a

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(Constante)	77,191	55,009		1,403	,178
	DESENVOL	8,583	13,456	,149	,638	,532
	ATRATIVIDADE	1,754	5,627	,076	,312	,759
	BENEFICIOS	-3,546	4,456	-,182	-,796	,437
	TEMPO	-8,657	5,028	-,405	1,722	,102
	RELAÇÃO	-10,709	7,102	-,380	-1,508	,149
	SUCESSO	-6,735	7,492	-,239	-,899	,381

a. Variável Dependente: Qual a percentagem de capital de risco que possui na sua empresa

VARIÁVEL DEPENDENTE TEMPO

Correlações

		TEMPO	DESENVOL	ATRATIVIDADE	BENEFICIOS	RELAÇÃO	SUCESSO	PERCENTAGEM
Correlação de Pearson	TEMPO	1,000	,431	,304	-,332	-,163	,170	-,016
	DESENVOL	,431	1,000	,167	,180	,408	-,408	,065
	ATRATIVIDADE	,304	,167	1,000	-,073	,408	-,408	-,043
	BENEFICIOS	-,332	,180	-,073	1,000	,062	-,235	,036
	RELAÇÃO	-,163	,408	,408	,062	1,000	-,500	-,195
	SUCESSO	,170	-,408	-,408	-,235	-,500	1,000	-,160
	PERCENTAGEM	-,016	,065	-,043	,036	-,195	-,160	1,000

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Estatísticas de mudança				
					Alteração de R quadrado	Alteração F	df1	df2	Sig. Alteração F
1	,601 ^a	,361	,248	,497	,361	1,697	6	18	,179

a. Preditores: (Constante), Qual a percentagem de capital de risco que possui na sua empresa, Benefícios (5 subvariáveis), Classifique o grau de atratividade do capital de risco, Fase de desenvolvimento em que a empresa se encontrava quando realizou investimento em capital de risco, Classifique a relação empreendedor-investidor, Classifique grau de sucesso da concretização do seu projeto financiado através do capital de risco

Coeficientes^a

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(Constante)	2,450	2,450		1,000	,331
	DESENVOL	,431	,582	,160	,740	,469
	ATRATIVIDADE	,304	,234	,282	1,297	,211
	BENEFICIOS	-,332	,181	-,364	-1,384	,083
	RELAÇÃO	-,163	,325	-,124	-,501	,622
	SUCESSO	,170	,330	,129	,516	,612
	PERCENTAGEM	-,016	,009	-,349	-1,722	,102

a. Variável Dependente: Considera o limite temporal 10 anos da detenção de capital por parte do capitalista

VARIÁVEL DEPENDENTE ATRATIVIDADE

Correlações

		ATRATIVIDADE	DESENVOL	BENEFICIOS	RELAÇÃO	SUCESSO	PERCENTAGEM	TEMPO
Correlação de Pearson	ATRATIVIDADE	1,000	,429	-,030	,336	-,430	,003	,281
	DESENVOL	,429	1,000	,180	,408	-,408	,065	,015
	BENEFICIOS	-,030	,180	1,000	,062	-,235	,036	-,407
	RELAÇÃO	,336	,408	,062	1,000	-,500	-,195	,038
	SUCESSO	-,430	-,408	-,235	-,500	1,000	-,160	,152
	PERCENTAGEM	,003	,065	,036	-,195	-,160	1,000	-,361
	TEMPO	,281	,015	-,407	,038	,152	-,361	1,000

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Estatísticas de mudança				
					Alteração de R quadrado	Alteração F	df1	df2	Sig. Alteração F
1	,561 ^a	,415	,186	,478	,315	1,378	6	18	,276

a. Preditores: (Constante), Considera o limite temporal 10 anos da detenção de capital por parte do capitalista, Fase de desenvolvimento em que a empresa se encontrava quando realizou investimento em capital de risco, Qual a percentagem de capital de risco que possui na sua empresa, Classifique grau de sucesso da concretização do seu projeto financiado através do capital de risco, Benefícios (5 subvariáveis), Classifique a relação empreendedor-investidor

Coeficientes^a

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(Constante)	4,983	2,116		2,355	,030
	DESENVOL	-,229	,566	-,092	,405	,690
	BENEFICIOS	-,030	,189	-,035	-,158	,876
	RELAÇÃO	,336	,305	,274	1,312	,285
	SUCESSO	-,430	,303	-,351	-1,419	,173
	PERCENTAGEM	,003	,010	,070	,312	,759
	TEMPO	,281	,217	,303	1,297	,211

a. Variável Dependente: Classifique o grau de atratividade do capital de risco